Índice

Visita Planetadelibros.com y descubre una
nueva forma de disfrutar de la lectura

¡Regístrate y accede a contenidos exclusivos!

Primeros capítulos
Fragmentos de próximas publicaciones
Clubs de lectura con los autores

Concursos, sorteos y promociones
Participa en presentaciones de libros

PlanetadeLibros

Comparte tu opinión en la ficha del libro
y en nuestras redes sociales:








Sinopsis

Charlie Munger es uno de los mejores inversores de la historia. Es mundialmente conocido por ser socio de Warren Buffett y vicepresidente de Berkshire Hathaway, firma con la que ha obtenido un éxito impresionante.

Pero, más allá de sus logros como inversor, Munger es una persona fascinante por su forma de pensar y la manera en que controla las emociones. Su noción de «sabiduría elemental y mundana», un conjunto de modelos mentales que abarcan desde la economía, los negocios y la psicología a la ética y la gestión, le permite mantener las emociones al margen de sus inversiones y evitar las malas decisiones más habituales.

Sin embargo, a pesar de que el sistema de Munger ha guiado a varias generaciones de inversores de éxito, sus ideas nunca se han presentado como una teoría unificada. Este libro recoge por primera vez los pasos esenciales de su estrategia de inversión a partir de entrevistas, discursos, escritos y cartas a los accionistas, todo ello acompañado de comentarios de gestores de fondos, inversores en valor e historiadores de casos empresariales. Un libro clave para invertir mejor.

Charlie Munger: El inversor completo

Tren Griffin

Traducción de Alexandre Casanovas



Introducción

Charlie Munger es uno de los mejores inversores del mundo, además de una de las personas más interesantes que habitan en él. Muchos lo conocen por ser el socio honesto y sincero de Warren Buffett en Berkshire Hathaway, una empresa que ha obtenido unos éxitos fabulosos. El propio Buffett reconocía la aportación de Munger cuando señalaba que «uno más uno, si hablamos de Charlie y de mí, suman mucho más que dos». [1] Los éxitos de Charlie como inversor en otras empresas ajenas a Berkshire también son impresionantes. Pero lo más interesante de Charlie no es tanto su éxito como inversor, sino su forma de pensar y controlar las emociones.

La capacidad de Munger para llegar al quid de la cuestión con unas pocas palabras bien escogidas es ya legendaria, igual que su deseo de pensar con total libertad e independencia. Una de las verdades más importantes y fundamentales sobre el mundo de las inversiones es que la gente casi nunca toma sus decisiones con independencia de las opiniones de los demás. Esto significa que las personas que son capaces de pensar de forma autónoma, saben controlar sus emociones y evitan los errores psicológicos disfrutan de una gran ventaja cuando llega el momento de invertir. En cierta ocasión, Buffett describió con una anécdota ese deseo de Munger de pensar siempre de forma autónoma:

> En 1985, uno de los bancos de inversión más importantes emprendió la misión de vender Scott Fetzer y se la ofreció a todo el mundo, pero no consiguió llegar a ninguna parte. Cuando me enteré de aquel fiasco, escribí a Ralph Schey, el consejero delegado de Scott Fetzer, para expresarle mi interés por comprarle la empresa. No conocía a Ralph de nada, pero en menos de una semana ya habíamos cerrado el trato. Por desgracia, el contrato que Scott Fetzer había firmado con el banco de inversión garantizaba a la

> entidad financiera una comisión de venta de 2,5 millones de dólares, incluso si no tenía nada que ver con el proceso de búsqueda del comprador final. Me imagino que aquel banquero sintió la necesidad de hacer algo para asegurarse su comisión, así que, con mucha amabilidad, nos ofreció una copia de los libros sobre Scott Fetzer que había preparado. Con su tacto habitual, Charlie le respondió: te doy 2,5 millones a cambio de *no* leerlos. (Warren Buffett, carta del presidente, 1999.)

Anécdotas como ésta, a las que se suman los pintorescos relatos sobre lo que Munger ha dicho en una gran variedad de situaciones, son uno de los principales motivos por los que he decidido escribir este libro. Munger es una persona tan interesante porque, en gran medida, y en pocas palabras, está libre de cualquier atadura. Dice lo que se le pasa por la cabeza, sin demasiada consideración por la diplomacia o las convenciones sociales. Esta franqueza tiene un gran valor porque, en ciertas ocasiones, todos necesitamos oír que el rey va en realidad desnudo. Munger ha dicho que, a pesar de contar con un historial impresionante como inversor en acciones y haber acumulado una riqueza considerable, la gente no debería seguir su ejemplo en la vida, como principio general. Cree que ha dedicado demasiado tiempo a mejorar su propia capacidad intelectual, y que ciertas particularidades de su carácter (entre las que no sólo se incluye su irreverencia) serían perjudiciales para otras personas si se limitan a seguir su ejemplo a ciegas.

Munger admite que actúa como una especie de pararrayos que atrae las críticas cuando plantea ciertos temas. Dijo en cierta ocasión que «es posible que, en el futuro, me recuerden como un imbécil inteligente», mientras que su compañero de inversiones, Warren Buffett, será recordado como un maestro. Mucha gente me dice que no acaba de entender todo el revuelo que rodea a Charlie Munger. Por desgracia, parece que tampoco entienden una cuestión fundamental: nadie puede ser Charlie Munger, del mismo modo que nadie puede ser Warren Buffett. Aquí la cuestión no es tratar a nadie como un héroe, sino más bien pensar si Charlie Munger, siguiendo el ejemplo de su gran ídolo, Benjamin Franklin, podría tener cualidades, atributos, sistemas o estrategias en la vida

que podríamos emular, aunque sólo sea en parte. Ese mismo fenómeno explica por qué Munger ha leído cientos de biografías. Aprender de los éxitos y los fracasos de los demás es la forma más rápida de convertirse en una persona más sabia e inteligente sin tener que sufrir demasiado.

A pesar de su irreverencia, Munger es un maestro en su estilo, propio e inimitable. Dijo en una ocasión:

> Lo mejor que puede hacer un ser humano es ayudar a otro ser humano a saber más. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2010.)

Buena parte del interés que desprende Charlie Munger se resume en una sencilla frase: «Observo lo que funciona y lo que no, y el porqué». La vida afecta a Charlie Munger como al resto de la gente, pero, a diferencia de la gran mayoría, él reflexiona atentamente sobre los motivos por los que suceden las cosas y trabaja en serio para aprender de la experiencia.

Como Warren Buffett, Munger nació y creció en Omaha, Nebraska. Estudió matemáticas en la Universidad de Michigan, pero su carrera universitaria se vio interrumpida por la Segunda Guerra Mundial. Durante el conflicto sirvió en el Ejército de Estados Unidos como meteorólogo, después de recibir la formación pertinente en el Instituto Tecnológico de California (Caltech). Tras la guerra, obtuvo una plaza en la Facultad de Derecho de Harvard sin haber completado sus estudios de pregrado. Durante el tiempo que pasó en Caltech, aprendió a cogerle el gusto a California, y, después de la Facultad de Derecho, creó junto con unos pocos socios un bufete de abogados que se convertiría en uno de los más prestigiosos del país. A pesar del éxito, pronto abandonó el mundo del Derecho para convertirse en inversor a tiempo completo a instancias de Warren Buffett, a quien no conoció hasta instalarse en la ciudad de Pasadena, en California. Entre 1962 y 1975, Munger dirigió un fondo de inversión con varios socios que generaría un rendimiento anual cercano al 20 por ciento, mientras el Dow Jones Industrial Average se quedaba en el 5 por ciento durante el mismo período. Munger no colecciona Ferraris ni vive

en una mansión majestuosa. En muchas facetas de la vida que no guardan relación con la inversión o el mundo de las ideas, Munger es un tipo bastante corriente, a pesar de ser multimillonario.

Aunque ha dado numerosos discursos, escrito unos cuantos artículos y divertido a toda una legión de accionistas en las juntas anuales de Wesco Financial y Berkshire Hathaway, sus ideas nunca se han presentado bajo una forma que pueda considerarse como una *teoría unificada* . Para la gente normal y corriente, hacer juegos malabares mentales con lo que él denomina *modelos múltiples* no es una tarea sencilla sin un contexto comprensible para todas esas ideas. El objetivo de este libro es enseñarte a pensar un poquito como Charlie Munger.

¿Cómo llegué a descubrir las ideas de Munger? La génesis de este libro se remonta al período inmediatamente anterior al estallido de la burbuja de internet. Por aquella época se cuestionaban muchas conjeturas sobre el mundo de las inversiones. Para cualquier persona que prestara un mínimo de atención, la riqueza generada durante la burbuja de internet era un fenómeno irreal. Marc Andreessen lo expresó muy bien cuando comentó en Twitter que, durante aquella burbuja, «el sentimiento predominante entre la gente era el pánico… a perderse algo». Lo que ocurría se asemejaba a una especie de locura colectiva, pero la mayoría de la gente se decía: «Pero ¿y si es real? ¿Y si el valor vuelve a doblarse o triplicarse otra vez?». La respuesta natural para una persona que, como me pasaba a mí, buscara respuestas sobre lo que estaba ocurriendo en los mercados durante aquel período tan descabellado era leer las opiniones de los inversores más sensatos y de mayor éxito.

Para sobrellevar lo que estaba ocurriendo en los mercados, durante el verano de 1999 alquilé un barco, contraté a un capitán y le pedí que nos llevara a mi familia y a mí a las islas San Juan, en el estado de Washington. Para el viaje, metí en la maleta todos los libros que Warren Buffett había escrito en su vida o que hablaban de él. Mientras leía acerca de los métodos de inversión de Buffett sentado en la cubierta del barco, descubrí que las ideas que más me llegaban llevaban el sello de Munger. La pregunta concreta que

en aquel momento quería responderme a cualquier precio era cuántas acciones de mis queridas empresas de telecomunicaciones e internet debía vender. Mientras mi familia se divertía a lo grande en el barco y en las islas, yo leía y deambulaba por la cubierta absorto en mis reflexiones. Durante una semana entera apenas hice otra cosa que no fuera leer y pensar; lo cierto es que no me divertí mucho en el viaje. Sin embargo, cuando el viaje llegaba a su fin, acerté a alcanzar una conclusión: vendería la mitad de todas mis acciones de empresas de telecomunicaciones e internet, ni más ni menos. Decidí que esa cantidad minimizaría mis remordimientos, independientemente de lo que ocurriera. No fue la decisión más acertada si tenemos en cuenta la debacle que se produjo a continuación, pero me sentía cómodo con la conclusión a la que había llegado, y a día de hoy sigo sin cambiar de idea. Aquel viaje representó para mí el inicio de un largo trayecto por el universo de la inversión en valor.

El sistema de inversión en valor desarrollado por Ben Graham y utilizado por Charlie Munger es la mejor receta que puede aplicar una persona normal y corriente para vencer al mercado. Aunque la inversión en valor que usaba Graham es un sistema con todas las letras, es imposible que una persona que siga su método tenga éxito si sólo se limita a aplicar un conjunto de reglas invariables. La implementación del sistema de inversión en valor de Graham, del sistema que utiliza Berkshire o de los sistemas de otros profesionales es todo un arte, y no una simple ciencia. La inversión en valor no es un ejercicio que sólo consiste en unir una serie de puntos. Aunque entender por completo el sistema de inversión en valor de Graham tampoco es física cuántica, la mayoría de la gente descubre que no tiene el control emocional y psicológico requerido o que no quiere hacer el trabajo necesario para batir al mercado. Por esta razón, Warren Buffett suele decir que «invertir es sencillo, pero no es fácil». [2] La versión de Munger de la frase anterior de Buffett es: «Coge una idea sencilla y tómatela en serio».

Buena parte de este libro explica cómo he aprendido a identificar mejor las causas de los errores emocionales y

psicológicos, así como todo lo que Munger me ha enseñado para evitarlos. Jason Zweig, el columnista de *The Wall Street Journal,* me describió uno de los retos fundamentales de la inversión en un correo electrónico:

> Si fuera fácil ser y pensar como él, entonces no habría un único Charlie Munger. Convertirse en una máquina de aprender con múltiples modelos mentales [...] es un trabajo muy difícil, y las pocas personas que lo logran son incapaces de beneficiarse de ello si no tienen el temperamento adecuado. Ésta es la razón por la que Buffett y Munger vuelven a Graham una y otra vez: ser un verdadero inversor a contracorriente exige un valor extremo y una calma implacable. Buffett siempre habla del «marco emocional» que Graham ofrece; Charlie suele decir que la mayoría de los inversores, por inteligentes que sean, no van a alcanzar el éxito porque tienen el «temperamento erróneo». Me gusta usar una palabra de la filosofía clásica griega para describirlo: *ataraxia* , o la imperturbabilidad perfecta. Es una cualidad que puedes observar cuando Sócrates se presenta en su juicio, cuando Nathan Hale camina hacia la horca, cuando Buffett invierte en Goldman y cuando Charlie compra Wells Fargo el día antes de que toque fondo en 2009. (Jason Zweig, correo electrónico al autor, octubre de 2014.)

Con el fin de ayudarme a comprender mejor las ideas y los métodos de Munger para abordar las inversiones, he creado un marco que se compone de tres elementos: *los principios, lo que hay que tener* y *las variables* . Esta estructura en tres partes sólo es uno de los modelos posibles que pueden utilizarse para comprender las ideas y los métodos de Munger sobre las inversiones. Otras estrategias para comprender a Munger pueden ser igual de útiles. Mi segunda intención al crear este marco era elaborar una lista de comprobación que cualquiera pueda utilizar a la hora de invertir. Munger es un gran defensor de utilizar esta clase de listas para afrontar los desafíos de la vida:

> Soy un gran partidario de resolver los problemas difíciles usando una lista de comprobación. Necesitas reunir todas las respuestas, tanto las probables como las improbables, ante tus ojos; de cualquier otro modo, es fácil perderse algo importante. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2007.)

Una de las ventajas de crear una lista de comprobación reside en el proceso de escribir tus propias ideas. Siempre me ha encantado la observación que Buffett hizo en cierta ocasión sobre la importancia de hacer el esfuerzo de escribir tus ideas en una hoja de papel. En opinión de Buffett, si no eres capaz de escribirlas, entonces no has reflexionado sobre ellas con el debido detenimiento.

Para cumplir con lo que promete un libro titulado *Charlie Munger: el inversor completo* , resulta fundamental empezar con una disertación sobre los conceptos básicos del sistema de inversión en valor de Graham, porque esas ideas ayudarán a transmitir la dirección que van tomando estas páginas. Los cuatro principios fundamentales de la inversión en valor, tal como los enunció el propio Ben Graham, son los siguientes:

1. Trata la acción de una empresa como una participación proporcional en la titularidad del negocio.
2. Compra a un descuento significativo del valor intrínseco para crearte un margen de seguridad.
3. Que el bipolar Señor Mercado sea tu siervo, no tu dueño.
4. Sé racional, objetivo e imparcial.

Munger ha dicho que estos cuatro principios básicos de Graham «nunca quedarán obsoletos». Un inversor que no los tenga en cuenta no puede considerarse un seguidor de la escuela de Graham. En realidad, el sistema de inversión en valor de Graham es así de simple.

Munger también cree que la identificación y el desarrollo de ciertas cualidades personales son esenciales para el inversor en valor. Estas cualidades componen el apartado «lo que hay que tener» de mi marco teórico. Munger cree que las personas que son capaces de desarrollar estas cualidades pueden formarse para evitar errores psicológicos y emocionales muy habituales y llegar a convertirse en inversores de éxito. Nadie puede tocar la perfección con los dedos, pero todos podemos mejorar con el tiempo. Munger

cree que, si no trabajamos constantemente para mejorar estas cualidades, podemos recaer en viejos errores y otras tonterías.

El último apartado del libro abordará las decisiones que puede tomar un inversor en valor para crear su propio sistema y metodología de trabajo. En otras palabras, es posible crear distintas variantes del sistema de inversión en valor de Graham a partir de estos cuatro principios fundamentales. No hay dos inversores en valor que actúen de manera idéntica cuando tienen que poner en práctica su sistema. Como ejemplo, Buffett ha señalado que, si bien Munger y él son «prácticamente gemelos siameses», mantienen ciertas diferencias respecto a sus estrategias de inversión. [3]

Las oportunidades para aprender y enseñar en el ámbito de las inversiones son prácticamente ilimitadas. A Munger le gusta decir que un inversor de éxito nunca deja de ser una «máquina de aprender». Esta necesidad de aprender y reaprender implica que el inversor debe leer y pensar toda su vida. Munger ha dicho que no conoce a un solo inversor de éxito que no lea con gran voracidad. Sus propios hijos lo describen como «un libro del que sobresalen dos patas». Leer y aprender exige un verdadero trabajo. Hay un viejo proverbio zen vinculado a esta cuestión: «En los asuntos relacionados con la inversión de valor, muchas personas prefieren masticar el menú a comerse el plato». No sólo he aprendido a hacer el trabajo, sino también a amar el proceso, porque me resulta estimulante en el aspecto intelectual. Como mínimo, tendrías que aprender a disfrutar del proceso; y, con el tiempo, también quizá llegar a amarlo.

Antes de concluir esta introducción, debería mencionar varias cuestiones sobre el libro en sí. El formato es sencillo. Las citas de Munger están organizadas con un orden lógico, y normalmente incluyen una explicación de su contenido que yo mismo he redactado. Si no se especifica lo contrario, la cita en cuestión proviene de una declaración del propio Munger. Al final del libro hay un glosario, por lo que si te encuentras con un término con el que no estás familiarizado (por ejemplo, *valor presente neto*), tienes la definición a mano.

La mejor forma de enseñar las ideas de Charlie Munger es

examinar en profundidad la actividad profesional dominante en su vida. Este libro se centra sobre todo en la forma de pensar de Munger como inversor. Munger ha dicho que ser un inversor de éxito es una «respuesta adquirida». Cree que, si puedes aprender a vencer las actitudes que llevan a las malas decisiones, puedes obtener una gran ventaja sobre el resto de los inversores. Gran parte del contexto de este libro está dedicado a la forma de invertir de Munger, pero su contenido también es aplicable a otros aspectos de la vida. Al comprender el marco que sostiene las ideas y los métodos de Munger, todas sus declaraciones públicas adquieren un significado más profundo. Por ejemplo, al comprender lo que él denomina *sabiduría universal* y *psicología del error de juicio* , podrás aprender a tomar mejores decisiones. Aprender las ideas y los métodos de Munger cambiará para siempre tu forma de pensar sobre las inversiones y la propia vida. Tomarás mejores decisiones, y vivirás una vida mucho más satisfactoria.

1

Conceptos básicos del sistema de inversión en valor de Graham

Vamos a empezar por las preguntas más básicas: ¿qué es el sistema de inversión en valor de Graham y quién puede beneficiarse de este método?

> [Ben Graham] intentaba inventar un sistema que cualquiera pudiera utilizar. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la Universidad del Sur de California, USC, 1994.)

La característica fundamental del sistema de Graham es su sencillez. Hay demasiada gente que, al afrontar una situación, le añade una gran complejidad cuando en realidad no hace ninguna falta. Recordemos, por ejemplo, aquel viejo chiste sobre la innecesaria complejidad de la National Aeronautics and Space Administration (la célebre NASA). El narrador empieza su relato explicando que, en los primeros tiempos de la carrera espacial, la NASA descubrió que los bolígrafos de punta redonda no funcionarían en un entorno de gravedad cero. Los científicos de la NASA invirtieron una década entera y grandes cantidades de dinero para desarrollar un bolígrafo que no sólo funcionara en un entorno sin gravedad, sino también en cualquier otra superficie, a unas temperaturas extremadamente bajas y con el astronauta en cualquier posición. La gracia del chiste es que los rusos, en cambio, decidieron usar un lápiz. El sistema de inversión en valor de Graham contiene la inherente sencillez de ese lápiz.

Munger cree que Ben Graham desarrolló su sistema de inversión en valor para que fuera relativamente sencillo de

entender y poner en práctica, y, por lo tanto, útil para cualquier persona normal y corriente. El método de Graham no es la única manera de invertir o especular de forma activa. Por ejemplo, el «capital riesgo» y el «capital inversión» son estrategias muy diferentes a la inversión en valor, pero Munger cree que estos sistemas alternativos y *activos* no son tan accesibles para una persona normal y corriente como el método de Graham. Hablaré de las estrategias para invertir basadas en índices (o pasivas) dentro de unas páginas.

Warren Buffett dice que invertir es sencillo, pero no es fácil. Cuando los inversores en valor cometen errores, muchas veces se debe a que han hecho algo que a los seres humanos nos cuesta mucho evitar, como olvidar la inherente sencillez del sistema de Graham, desviarse de los conceptos básicos del método o cometer errores psicológicos o emocionales relacionados con la puesta en práctica de la estrategia.

Como la inversión es una actividad probabilística, algunas decisiones que se toman por motivos tan fundamentados como razonables a veces producen malos resultados. En ocasiones, una persona obtiene un resultado desfavorable a pesar de que el proceso de toma de decisiones está bien construido y ejecutado. Sin embargo, a largo plazo siempre resulta mucho más inteligente seguir el proceso correcto antes que buscar resultados a medio plazo. Munger cree que, si hablamos de crear un proceso de inversión que funcione de verdad, la complejidad no es amiga del inversor.

> Sentimos verdadera pasión por simplificar las cosas. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

El libro de Peter Bevelin *Seeking Wisdom: From Darwin to Munger* [En búsqueda de la sabiduría: de Darwin a Munger] contiene un apartado sobre la importancia de la sencillez. Bevelin aconsejaba: «Convierte los problemas complejos en otros más sencillos. Divide un problema en sus distintos componentes, pero obsérvalo de una forma holística». [1] Simplificar las cosas todo lo que sea posible, pero no más de la cuenta, es uno de los temas

recurrentes en las declaraciones públicas de Munger. En una carta conjunta a los accionistas, Munger y Buffett escribían: «La sencillez es una forma de mejorar el rendimiento, ya que nos permite comprender mejor lo que estamos haciendo». [2]

Cuando el inversor se centra en encontrar decisiones y apuestas que sean sencillas, evita aquellas que parecen complicadas y elimina todo lo superfluo, Munger cree que puede tomar mejores decisiones. Al «eliminar las estupideces» y apartar de la vista las cosas insignificantes «para que tu cabeza no se embarulle con ellas [...] tendrás la capacidad de seleccionar y llevar a cabo unas pocas cosas, pero muy sensatas», ha dicho Munger. [3] Centrar la atención en esta cuestión abre la puerta tanto a la sencillez como a la claridad del razonamiento, lo cual, en opinión de Munger, conduce a unos resultados más positivos en las inversiones.

> Si algo es demasiado complicado, pasamos a otra cosa. ¿Qué podría ser más sencillo que eso? (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2006.)

> Tenemos tres bandejas: dentro, fuera y demasiado complicado. [...] O lo entendemos muy bien, o lo ponemos en la bandeja «demasiado complicado». (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

El sistema de inversión en valor de Graham está diseñado para eliminar del proceso cualquier decisión que pueda provocar la comisión de errores. La bandeja del *sí* es muy pequeña en comparación con las otras dos, porque una decisión de inversión que da como resultado una respuesta afirmativa sólo aparece en contadas ocasiones.

No siempre es posible valorar con precisión todas las empresas utilizando el proceso de inversión en valor de Graham. Para una persona que sigue este sistema, resulta perfectamente natural reconocer esta realidad y pasar página para tomar otras decisiones más sencillas. Algunas personas se sienten desorientadas cuando ven que un inversor de la escuela de Graham reconoce que es incapaz de valorar una empresa con precisión. Munger expuso

esta idea con una analogía:

> Confucio dijo que la verdadera sabiduría consiste en conocer el alcance de la propia ignorancia. Aristóteles y Sócrates dijeron lo mismo. ¿Es una habilidad que pueda enseñarse o aprenderse? Es probable, si del resultado depende alguna cosa en la que te juegas bastante. Algunas personas son extraordinariamente buenas admitiendo los límites de sus propios conocimientos, porque no les queda otro remedio que serlo. Piensa en alguien que haya sido funámbulo profesional durante veinte años... y haya sobrevivido. No habría podido sobrevivir veinte años trabajando de funámbulo si no supiera exactamente lo que sabe y lo que no sabe. Ha trabajado mucho para descubrirlo, porque sabe que, si se equivoca, no sobrevive. Los supervivientes lo saben. (Charlie Munger, entrevista con Jason Zweig, 2014.)

La inversión en valor de Graham no tiene nada que ver con fanfarronear o desdeñar la propia inteligencia. Todo lo contrario: consiste en hacer cosas que reduzcan al máximo la posibilidad de cometer errores.

El inversor de éxito también trabaja con diligencia para reducir los riesgos negativos de cualquier operación. Por este motivo, el sistema de inversión en valor de Graham suele brillar con todo su esplendor durante los mercados laterales o bajistas. El sistema de inversión en valor de Graham está diseñado intencionadamente para obtener un rendimiento inferior a los índices durante los mercados alcistas; un hecho que confunde a muchas personas. Ese rendimiento inferior del sistema durante los mercados alcistas es parte esencial de este estilo de inversión. Cuando renuncia a aprovechar una parte de la subida de un mercado alcista, el inversor en valor es capaz de mejorar su rendimiento cuando la bolsa baja o está estancada. Veamos lo que Seth Klarman escribió en *Margin of Safety* [Margen de seguridad]: «La mayoría de los inversores están fundamentalmente orientados hacia los beneficios, a cuánto dinero pueden ganar, y prestan poca atención al riesgo, a cuánto dinero pueden perder». [4] Y añade: «La recompensa de la orientación a largo plazo con una gran aversión al riesgo es precisamente eso: el largo plazo». [5]

La siguiente historia ilustra muy bien esta cuestión. Un día,

un inversor paseaba por un parque cuando se dio cuenta de que había una rana descansando sobre un tronco al borde de una charca. La rana lo miró fijamente y le preguntó:

—Disculpe, ¿por casualidad no será usted inversor?

El inversor respondió:

—Sí, lo soy. ¿Por qué me lo preguntas?

—Bueno, yo soy un especulador bursátil —respondió la rana —. A mi mejor cliente no le han gustado los resultados de mis inversiones, así que me ha lanzado un hechizo y ahora soy una rana. Pero el hechizo puede romperse si un inversor me da un beso.

El inversor se acercó enseguida a la rana, la recogió y la metió en su maletín, y después volvió andando a casa. La rana empezaba a inquietarse por la posibilidad de no recibir nunca su beso y preguntó:

—¿Qué estás haciendo? ¿Cuándo tendré mi beso?

—No te voy a besar nunca —respondió el inversor—. Para mí, vales mucho más como rana parlante que como especulador bursátil.

Si no puedes aceptar que tus inversiones tengan a corto plazo un rendimiento inferior al mercado para, a cambio, poder superarlo a largo plazo, entonces no eres un buen candidato para el método de Graham. No es ninguna tragedia, ya que el sistema de inversión en valor de Graham no es la única forma de operar con éxito en la bolsa. Es importante señalar que el objetivo del inversor en valor es obtener un rendimiento superior en términos absolutos, no sólo conseguir resultados relativos. Un inversor no puede gastarse el producto del rendimiento relativo, sólo el resultado del rendimiento real.

Fracasar de manera convencional no es el objetivo del inversor en valor que sigue las enseñanzas de Graham. La estrategia de Munger es invertir los métodos de la mayoría de la gente:

> Es remarcable la gran ventaja a largo plazo que han obtenido las personas como nosotros, sólo por haber intentado no ser unos estúpidos en el día a día, en vez de intentar ser los más listos. Debe

> haber parte de verdad en el dicho: «Los mejores nadadores son los que se ahogan». (Charlie Munger, informe anual de Wesco, 1989.)

> ¿Cuál es el lado negativo? ¿Qué podría salir mal que no he visto todavía? (Charlie Munger, *Forbes* , 1969.)

La tendencia de Munger a dar la vuelta a las estrategias habituales para resolver cualquier problema se hace muy evidente en el momento de invertir. En su opinión, y desde un punto de vista financiero, a los inversores les iría mucho mejor si sólo se dedicaran a ser menos estúpidos. Una idea muy simple que Munger ha tomado prestada del álgebra es que muchos problemas se solucionan mejor al revés. Por ejemplo, al tratar de evitar la estupidez, es habitual que la gente descubra lo que quiere gracias a la sustracción. Al eliminar los caminos estúpidos que puede tomar en la vida, una persona puede encontrar la mejor forma de avanzar, incluso a pesar de los inevitables riesgos, la incertidumbre y la ignorancia. No sólo es mucho más habitual que uno sepa lo que está mal en lugar de lo que está bien, sino también que, para refutar una idea, a veces sólo se requiere una única observación. En pocas palabras, el punto de vista de Munger es que, para poder ser inteligente, muchas veces lo mejor es no ser un estúpido. En cierta ocasión, en una entrevista con Jason Zweig, Munger lo expresó con suma sencillez: «Saber lo que no sabes es mucho más útil que ser brillante».

Munger se esfuerza por encontrar inversiones en las que los resultados positivos parezcan evidentes. Como esta clase de operaciones sólo se detectan en raras ocasiones, sugiere que seamos muy pacientes, pero también que estemos dispuestos a invertir agresivamente cuando llega el momento adecuado. Por usar un símil inspirado en el fútbol, Munger sabe que, en el mundo de las inversiones, los disparos que van lejos de los tres palos nunca entran en la portería, así que, si eres el portero, no hace falta que te esfuerces por atajar todos los balones. Cuando encuentras una operación evidente con muchos aspectos positivos, el consejo de Munger es sencillo: ¡invierte a lo grande!

> Todos los inversores a largo plazo tienen que aceptar una

desventaja en su rendimiento anual equivalente al coste total de los crupieres que actúan como intermediarios, y que deben asumir. Este hecho es una de las verdades inevitables de la vida. Y también resulta inevitable que la mitad exacta de los inversores obtengan un resultado inferior a la media después de que los crupieres se lleven su parte, cuyo promedio de resultados puede encontrarse perfectamente entre lo mediocre y lo terrible. (Charlie Munger, *Philanthropy* , abril de 1999.)

La cuestión que Munger plantea en la cita anterior, esto es, que invertir es un juego de suma inferior a cero después de descontar los gastos y las comisiones, resulta irrefutable desde un punto de vista matemático. John Bogle, el fundador de Vanguard, el gran grupo de fondos de inversión, quizá sea la persona que más se ha dedicado a evangelizar esta idea tan sencilla. Bogle escribió: «En muchas áreas del mercado, siempre hay un perdedor por cada ganador, así que, de media, los inversores ganan el rendimiento de ese mercado menos las comisiones». [6] Bruce Greenwald, inversor, escritor y profesor de la Columbia Business School, plantea su propia versión de este asunto, la cual me resulta muy convincente:

Sólo en las malas rachas los inversores pueden superar al mercado. El rendimiento medio de todos los inversores tiene que ser necesariamente el rendimiento medio de todos los activos. Es un juego de suma cero si lo juzgas en relación con el mercado. En cada operación siempre hay dos lados. La mejor forma de plantearse el tema es que, cada vez que compras una acción, hay alguien que la está vendiendo. [...] Así que siempre tienes que hacerte esta pregunta: «¿Por qué estoy en el lado correcto de esta operación?». (Bruce Greenwald, entrevista en *Betterment* , 2013.)

La inversión en valor de Graham no funcionaría si los mercados fueran perfectamente eficientes. Por este motivo, los sinsentidos del mercado son la fuente principal de oportunidades para el inversor en valor que aplica el método de Graham.

Munger explica de una forma muy sencilla por qué invertir es tan difícil:

La idea de que todo el mundo puede obtener unos resultados maravillosos al invertir en acciones es una verdadera locura. Nadie espera que todo el mundo gane jugando al póker. (Charlie Munger,

reunión de *Daily Journal* , 2013.)

> Si [invertir] no fuera un poco difícil, todo el mundo sería rico. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

> Para que un activo se venda a un precio incorrecto, alguien tiene que ser un verdadero idiota. Puede que sea malo para el mundo, pero no es malo para Berkshire. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2008.)

Como el nivel de «verdadera idiotez» del que hace gala la gran masa de inversores va cambiando con el paso del tiempo, resulta inevitable que las oportunidades para generar beneficios con una operación se presenten a trompicones. Los inversores en valor que tienen éxito dedican la mayor parte de su tiempo a leer y pensar, a la espera de que algún sinsentido importante asome la cabeza. Aunque los inversores en valor creen que la bolsa es alcista a largo plazo, no toman sus decisiones operativas a partir de predicciones a corto plazo sobre las acciones o el mercado. Ante esta idea, la gente suele preguntar: «¿Me estás diciendo entonces que los inversores en valor esperan a que aparezca un activo con un precio incorrecto en vez de predecir el futuro a corto plazo?». La respuesta es un ¡sí! entusiasta. El trabajo del inversor en valor es detectar esos activos que llevan encima un precio incorrecto en el momento en que aparecen ante sus ojos. A muchas personas les cuesta aceptar esta forma de ver las cosas. En el núcleo del sistema se encuentra la idea de que el inversor debe librarse de su deseo de hacer predicciones a corto plazo sobre el futuro. Algunas personas son simplemente incapaces de hacer algo así. Klarman escribió:

> La disciplina en el valor aparenta ser bastante sencilla, pero parece que a la mayoría de los inversores les cuesta entenderla o aplicarla. Tal como Buffett ha comentado a menudo, la inversión en valor no es un concepto que pueda aprenderse y aplicarse de forma gradual con el paso del tiempo. O se absorbe y se adopta de golpe, o nunca se acaba de aprender de verdad. (Seth Klarman, *Margin of Safety* , 1991.)

Como explicaré más adelante, el momento de mayor actividad para un inversor en valor aparece cuando los individuos que

componen el mercado tienen miedo, como queda de manifiesto por la posibilidad de comprar activos tasados a un precio incorrecto. Resulta irónico que, gracias a las recesiones del mercado, el inversor en valor que aplica el sistema de Graham encuentre su mayor fuente de beneficios.

Munger señaló esta cuestión:

> La mayoría de la gente que prueba [invertir] no lo hace bien. Pero el gran problema es que, incluso si el 90 por ciento no lo hace bien, todo el mundo mira a su alrededor y dice: «Yo estoy en el 10 por ciento». (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2004.)

Este aspecto de la naturaleza humana puede convertirse en una cuestión muy preocupante para un planificador financiero. ¿Es peligroso decirle a un cliente que es posible vencer al mercado, incluso cuando sabes que hay pocas probabilidades de que esa persona realmente lo consiga? Puede que no sea peligroso por su propia naturaleza, pero no cabe ninguna duda de que genera un riesgo sustancial. El siguiente consejo sobre el acto de invertir es bastante habitual, pero perfectamente acertado, y además suele ser verdad en la mayoría de los casos:

> No es posible que los inversores siempre obtengan unos beneficios superiores a los del mercado. Por lo tanto, ya vas bien servido si inviertes en una cartera diversificada de fondos indexados de bajo coste [o de fondos cotizados].

Aunque este consejo casi siempre sea cierto, ha demostrado ser falso en el caso de profesionales como Charlie Munger, Warren Buffett, Seth Klarman, Howard Marks, Bill Ruane y otros inversores en valor que siguen el método de Graham. Munger dijo en una ocasión: «El 3 o 4 por ciento más destacado en el mundo de la gestión de inversiones lo hará bien». [7] Que Munger haya obtenido un rendimiento superior al del mercado no tiene por qué traducirse en que tú puedas hacer lo mismo; sin embargo, también quiere decir que algunas personas sí pueden conseguirlo. Munger dijo lo siguiente sobre el sistema de inversión en valor de Graham:

> Es un conjunto de ideas muy sencillas, y la razón por la que

> nuestras ideas no se han difundido con mayor velocidad es porque son demasiado simples. Las clases profesionales de inversión no podrían justificar su existencia si esto es todo lo que tuvieran que decir. (Charlie Munger, entrevista en la BBC, 2009.)

Aprender con éxito y, sobre todo, poner en práctica el sistema de inversión en valor de Graham es lo que Munger ha denominado «una respuesta adquirida». Debes aprender a superar ciertos comportamientos que conducen a malas decisiones. Si lo consigues, Munger cree que puedes obtener una ventaja competitiva en relación con otros inversores. Una parte de esa respuesta adquirida consiste en ignorar el molesto ruido que hace toda esa gente que no comprende el mundo de las inversiones o que tiene un interés económico en impedir que tú lo entiendas. La tarea se vuelve mucho más difícil por culpa de la gente que obtiene sus ingresos convirtiendo el proceso de inversión en algo excesivamente complicado, y que se gana la vida gracias a las disfunciones psicológicas y emocionales de los potenciales inversores. Munger cuenta una anécdota sobre los incentivos que reciben los gestores de inversiones y que me parece muy instructiva:

> Creo que la razón por la que nos metemos en semejantes estupideces al abordar la gestión de inversiones se explica muy bien con una historia que suelo contar sobre un tipo que vendía aparejos de pesca. Le pregunté: «Dios mío, son de color púrpura y verde. ¿De verdad los peces se sienten atraídos por los colores de estos cebos?». Y él me respondió: «Caballero, yo no vendo a los peces». (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

A algunas personas les podría resultar muy difícil ganarse la vida vendiéndote una idea que es así de simple, pero la verdad es que es la mejor estrategia para el inversor. Por suerte, la función de la planificación financiera consiste en estar al margen del proceso de gestionar el dinero. Un planificador financiero ofrecerá el máximo valor a sus clientes si les ayuda a mantener bajo control sus disfunciones emocionales y psicológicas. Si esta modificación del comportamiento es efectiva, el planificador financiero utilizará una amplia variedad de técnicas para que no te conviertas en tu peor enemigo. En algunos casos, la competencia extrema ha

permitido reducir las comisiones y aumentar la transparencia en el negocio de la planificación financiera y la gestión de fondos. Esta competencia ha provocado que muchos planificadores financieros se centren en servicios más valiosos para sus clientes, como la gestión de herencias o de las pensiones de jubilación; en algunos casos, las comisiones de los gestores de patrimonio también han ido a la baja.

El consejo de Munger para las personas que han decidido que no buscan obtener un rendimiento superior al mercado es muy sencillo:

> Nuestra receta habitual para el inversor que no sabe nada y que tiene un horizonte a largo plazo es poner su dinero en un fondo indexado sin comisiones de venta. (Charlie Munger, entrevista en *Kiplinger* , 2005.)

¿Y quiénes son esos inversores «que no saben nada»? Para Munger, la respuesta es muy sencilla: es una persona que no entiende los conceptos fundamentales de la inversión. Seth Klarman ofrece un consejo muy simple para esos inversores que no saben nada: «Si no puedes batir al mercado, sé el mercado». [8]

Buffett está de acuerdo: «Si invierte de forma periódica en un fondo indexado, por ejemplo, el inversor que no sabe nada puede obtener un rendimiento superior al ofrecido por la mayoría de los profesionales de la inversión. Paradójicamente, cuando el dinero *tonto* reconoce sus limitaciones, deja de ser tonto». [9] Buffett está hablando sobre la cuestión de si un individuo debería ser un inversor activo o pasivo, unos conceptos que aprendió de Benjamin Graham.

Los inversores pasivos no lo son del todo porque deben tomar algunas decisiones. Por ejemplo, los inversores pasivos deben tomar decisiones sobre la asignación de activos (o sea, los tipos de inversiones que quieren hacer) y determinar los índices que quieren usar dentro de esas categorías. Cuando toman estas decisiones, los inversores todavía pueden cometer errores emocionales y psicológicos.

Aunque los inversores pasivos deben tomar algunas

decisiones, reciben esta denominación porque no toman tantas como los activos. Quizá sería más adecuado llamar a estos inversores pasivos «inversores en índices». Si una persona está invirtiendo en una cartera diversificada de fondos indexados o cotizados (ETF), entonces es un inversor en índices. Si una persona selecciona acciones concretas y otros productos, entonces es un inversor activo. Muchas personas realizan una combinación de inversiones activas y pasivas. Por ejemplo, algunos fondos indexados pueden modificarse e incluyen la posibilidad de escoger distintas opciones sobre los factores que mejorarían su rendimiento. En el último apartado del libro hablo de este estilo de inversión en factores: inversión en valor frente a inversión en factores.

Convertirse en inversor activo y obtener un rendimiento superior al mercado después de gastos y comisiones puede sonar muy bien. Sin embargo, convertirse en un inversor activo de éxito requiere una cantidad gigantesca de tiempo y de trabajo, además de la necesidad de contar con el temperamento emocional adecuado. Si no lo disfrutas, ¿por qué hacerlo? William Bernstein escribió:

> Los inversores de éxito [...] deben tener un interés en el proceso. No se diferencia en nada de la carpintería, la jardinería o la experiencia de ser padres. Si no se disfruta de la gestión de patrimonios, entonces el resultado inevitable es un trabajo abominable, y, por desgracia, la mayoría de la gente disfruta tanto de las finanzas como de ir al dentista para someterse a una endodoncia. (William Bernstein, *The Investor's Manifesto* , 2012.)

En todo caso, los inversores todavía tienen que tomar varias decisiones fundamentales y, por esta razón, comprender los métodos y las ideas de Munger les permitirá tener más éxito en su labor. Bruce Greenwald, el profesor de la Columbia Business School, resumió así este desafío: «Las emociones son sin duda tu enemigo. Quieres convertirte en una especie de mutante que tiene unas ideas completamente diferentes a las del resto del mercado sobre lo que es una inversión atractiva». [10] ¿Puedes convertirte en el mutante que describe el profesor Greenwald?

A medida que vayas leyendo este libro, piensa en si tienes lo que hay que tener para convertirte en un inversor en valor que aplica el método de Graham, como Charlie Munger. ¿Eres capaz de comprender e implementar los principios necesarios para tomar las decisiones oportunas sobre las variables de la inversión en valor? Podría ocurrir que el proceso de inversión te parezca demasiado aburrido como para alcanzar el nivel de conocimientos necesario para batir al mercado. Quizá llegues a la conclusión de que te distraes con demasiada facilidad, que entras en pánico en el peor momento o que sigues al rebaño con demasiada frecuencia cuando toma unas decisiones de inversión pésimas. Si no puedes convertirte en un inversor en valor efectivo o no quieres hacer el esfuerzo necesario para conseguirlo, invierte en una cartera diversificada de fondos indexados y ETF con comisiones bajas.

Algunos inversores hacen una pequeña cantidad de inversiones activas por pura diversión, más o menos como si apostaran en un casino de Las Vegas. Es una decisión lógica siempre y cuando recuerden que apostar es…, bueno, apostar. Saber la diferencia entre invertir y apostar es importante. Invertir es una acción que pospone el consumo en el momento presente con la esperanza de que podrás consumir mucho más en el futuro. Un inversor espera obtener una tasa de beneficio positiva, aunque es posible que eso nunca llegue a ocurrir (sobre todo a corto plazo). En otras palabras, una inversión es una actividad de valor presente neto y positivo (la probabilidad del valor presente neto de los potenciales beneficios menos la probabilidad del valor presente neto de las potenciales pérdidas ofrece un resultado positivo). Apostar es una forma de consumo en el momento presente, y el valor presente neto a largo plazo de la actividad es negativo. Muchas personas creen estar invirtiendo cuando en realidad están apostando.

Algunas personas intentan obtener un rendimiento superior al mercado con sólo decir: «Puedo ser lo bastante inteligente para escoger a otras personas que obtengan un rendimiento superior al mercado con una serie de inversiones activas». Munger cree que, si vale la pena hacer algo relacionado con la inversión activa,

entonces vale la pena que lo hagas tú mismo. En este sentido, ha dicho:

> Creo que, como mínimo, cometerás menos errores que aquellas personas que creen que pueden hacerlo todo, sin importarles su complejidad, por sólo contratar a alguien con la reputación de ser «creíble». No tienes que externalizar tu forma de pensar si sabes simplificar las cosas. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 1994.)

Lo que Munger quiere decir es que externalizar una inversión activa mediante la contratación de otras personas, como gestores de inversiones y brókeres, es más difícil que hacerlo uno mismo. Una forma de hacerlo por tu propia cuenta es comprando una cartera diversificada de fondos indexados o cotizados. Por desgracia, con esta estrategia no basta para lograr el éxito financiero, porque los inversores todavía tienen que tomar decisiones importantes relacionadas con sus operaciones. Van demasiado a menudo «a la caza del rendimiento» cuando compran fondos indexados o cotizados mientras el mercado sube, y venden cuando el mercado baja. Si las personas que adquieren fondos indexados no tuvieran que tomar ciertas decisiones, no existiría una brecha conductual de un dos por ciento entre los inversores y los fondos que compran. En otras palabras, incluso cuando has decidido convertirte en un inversor en índices y compras una cartera de fondos y ETF de bajo coste, todavía necesitas desarrollar la respuesta adquirida que te permitirá superar los sesgos conductuales que pueden llevarte a cometer errores. Lo que Munger nos enseña sobre el mundo de las inversiones también es aplicable a las personas que adquieren fondos indexados. Las ideas y los métodos descritos en este libro siguen siendo muy importantes para el inversor en índices.

2

Los principios del sistema de inversión en valor de Graham

> La idea número uno es ver una acción como una participación en la titularidad de una empresa. (Charlie Munger, *Harvard Law Bulletin* , 2001.)
>
> Comprender cómo ser un buen inversor te convierte en un mejor gestor de empresas, y viceversa. (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2005.)

Primer principio: trata la acción de una empresa como una participación proporcional en la titularidad del negocio

Este primer principio del sistema de Graham es la base sobre la que debe construirse cualquier valoración. En pocas palabras: si no entiendes el negocio real de la empresa, no puedes comprender el valor de los activos vinculados a dicho negocio, como una acción o un bono. Los inversores en valor que aplican el método de Graham abordan cualquier valoración como si en realidad estuvieran comprando una empresa en una transacción privada. En el momento de comprar una empresa, Munger cree que el punto de partida es siempre la base, los fundamentos del negocio, y a partir de ahí se construye todo lo demás. ¿Qué vende la empresa y quiénes son sus clientes y competidores? ¿Qué dicen los números

relevantes que indican el valor que genera la empresa? La lista de preguntas importantes que un inversor debe responder es bastante amplia. Para un verdadero inversor en valor que aplique el método de Graham, nada puede sustituir a un proceso de valoración de abajo arriba (*bottom-up*). Cuando ponen en marcha este proceso, los inversores se centran en el valor presente del efectivo que fluirá de la empresa durante toda su vida, pero también en si el negocio genera un retorno sobre el capital elevado, sostenido y constante. Este procedimiento incluye muchas variaciones suplementarias, pero el núcleo fundamental del proceso de valoración es el mismo para todos los inversores en valor de la escuela de Graham.

Los inversores en valor más efectivos son como unos buenos detectives. No dejan de buscar en los fundamentos las pistas que revelen lo que ha ocurrido en el pasado y, sobre todo, lo que está pasando en el presente. Los inversores en valor de Graham como Munger evitan hacer predicciones sobre los cambios que experimentarán los flujos de caja en el futuro a partir de pronósticos y proyecciones. Lo que Munger busca es una empresa con un historial importante de beneficios elevados, sostenidos y constantes. Si para valorar la empresa resulta necesario comprender los cambios que experimentarán los flujos de caja en el futuro, en función de factores como unos rápidos cambios tecnológicos, Munger coloca ese negocio en la bandeja «demasiado difícil» y procede a valorar otras compañías. Munger ha dejado muy claro que no tiene un sistema que le sirva para valorar todas las empresas; lo cual no le supone ningún problema, porque en realidad no tiene la menor necesidad de hacer nada parecido. El número de empresas que puede valorar aplicando su método es más que suficiente para sentirse satisfecho como inversor.

La clave para entender este primer principio reside en comprender que, en opinión de Munger, la acción de una empresa no puede separarse de los fundamentos de su negocio específico. Su respuesta a las personas que dudan de su estrategia puede verbalizarse con una única pregunta: si una acción no es una inversión parcial en un negocio, entonces, ¿qué es exactamente? Jason Zweig, de *The Wall Street Journal* , un verdadero héroe para

los inversores en valor que siguen los principios de Graham, escribió que «una acción no es sólo un símbolo en un teletipo bursátil o una señal luminosa en un marcador electrónico; es una participación en la titularidad de una empresa real, con un valor subyacente que no depende del precio de su acción». [1] Para un inversor en valor, una acción de IBM es una pequeña participación en el negocio global de IBM. Munger cree que tratar las acciones de una empresa como si pudieran valorarse igual que un cromo de béisbol es una batalla perdida, ya que requiere predecir el comportamiento de varios rebaños de seres humanos que muchas veces actúan de manera irracional y emocional. Un inversor en valor coloca las predicciones a corto plazo sobre la psicología de las masas en la bandeja «demasiado difícil» y se centra en aquello que puede completar de manera satisfactoria y con mayor facilidad. Al valorar una empresa o una operación, los inversores en valor que siguen a Graham no malgastan su tiempo con factores de arriba abajo (*top-down*) como la política monetaria, la confianza del consumidor, la producción industrial o el sentimiento del mercado.

> Cuando estés comprando o vendiendo acciones, encuentra tus motivaciones buscando la referencia del valor intrínseco en lugar del impulso del precio. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

Como Ben Graham señaló: «Es un hecho prácticamente increíble que Wall Street nunca pregunte: ¿Por cuánto se vende *el negocio* ?». [2]

El hecho de que un famoso inversor en valor que aplica el método Graham como Munger o Buffett pueda expresar su opinión sobre la situación económica actual o los indicadores del mercado no significa que compre acciones en función de esa opinión o que crea que puede lanzar predicciones acertadas sobre lo que hará la macroeconomía a corto plazo. Los inversores en valor más célebres también pueden realizar declaraciones en la prensa o en una conferencia sobre la situación futura de la economía a largo plazo. Sin embargo, eso no significa que vayan a invertir a partir de los datos de esas predicciones. Hay una enorme diferencia entre las

cosas que vale la pena aprender y las que son útiles de verdad cuando hay que tomar una decisión de inversión. Por ejemplo, todo el mundo sabe que tanto Munger como Buffett creen que la tendencia a largo plazo de la economía estadounidense es alcista, pero eso no significa que hagan predicciones a corto plazo sobre la economía o que las incorporen a sus procesos de toma de decisiones al efectuar una operación.

Munger es inflexible sobre muchas cuestiones, entre las que se incluye una de sus creencias fundamentales: para poder valorar una acción, debes valorar la empresa. Los seguidores de la escuela de Benjamin Graham tasan los activos en función de su valor para el inversor privado en el momento actual (según los datos del presente y el pasado), en lugar de hacer predicciones sobre los mercados en el futuro. Si te centras en el valor de la empresa, no tienes la necesidad de predecir los cambios a corto plazo en la economía, porque eso ya se arreglará solo. Cuando las acciones son un chollo, la gente tiene miedo; cuando las acciones son caras, la gente es codiciosa.

> La estupidez colectiva, la tendencia de los humanos, bajo ciertas circunstancias, a parecerse a unos *lemmings* , explica muchas de las ideas absurdas de hombres muy brillantes, además de muchos comportamientos estúpidos. (Charlie Munger, mesa redonda de *Philanthropy* , 2000.)

Si no sigues la actividad de la empresa para valorar sus acciones, desde el punto de vista de los seguidores de Graham eres un especulador y no un inversor. Si eres un inversor, estás tratando de comprender el valor del activo. En cambio, un especulador está intentando adivinar el precio del activo pronosticando el comportamiento de la gente en el futuro. En otras palabras, el objetivo de un especulador es hacer predicciones sobre la psicología de enormes masas de seres humanos, una estrategia que, si eres una persona con la experiencia y la inteligencia necesarias, se antoja como una idea que debería hacerte reflexionar un poco. ¿Hasta qué punto eres capaz de predecir lo que hará la gente cuando se reúne en una gran multitud? El gran peligro vinculado a

esta tendencia es que, al final, te limites a seguir al rebaño y a hacer lo que Munger describe en una de sus declaraciones:

> Seguir al rebaño es una invitación a la regresión a la media (a obtener un rendimiento mediocre, como el de la gran mayoría). (Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack* , 2005.)

Cuando los especuladores dedican su tiempo a tratar de adivinar lo que otros especuladores tratan de adivinar, el proceso no tarda en convertirse en algo tan circular como absurdo. Los inversores en valor que aplican los principios de Graham no ven las acciones o los bonos como un trozo de papel que se intercambia una y otra vez. Tampoco dedican su tiempo a observar las gráficas técnicas que recogen los movimientos del mercado, buscando cosas como un *doble suelo* o las *profecías de Hindenburg* . El rendimiento financiero de los especuladores es, en una palabra, funesto, en especial después de descontar comisiones, gastos e impuestos. Incluso cuando los especuladores tienen razón, resulta prácticamente inevitable que sólo acierten muy de vez en cuando. Con demasiada frecuencia, los inversores confunden la suerte con el talento.

Munger es un firme partidario de la tesis de Graham por la que «una operación de inversión es aquella que, tras un análisis exhaustivo, promete la seguridad del capital y una ganancia adecuada. Las operaciones que no cumplan con estos requisitos son especulativas». [3] Buffett tiene su propia versión:

> Si eres un inversor, estás pensando en lo que va a hacer el activo; si eres un especulador, normalmente te centras en lo que va a hacer el precio del objeto, y ése no es nuestro juego. (Warren Buffett, *Outstanding Investor Digest* , 1997.)

Si siempre apuestas a lo mismo que la gran mayoría, no podrás vencer al mercado; sobre todo después de quitar las comisiones, los costes y los impuestos. Para obtener un rendimiento superior al mercado, a veces tienes que ir a contracorriente, y debes tener razón en un número suficiente de las ocasiones en que decides ir en contra de la mayoría.

Por ejemplo, las personas que practican la negociación intradía usando las gráficas de los precios pasados y otras técnicas más propias del vudú son especuladores. Los oirás hablar del comportamiento del mercado, y no del precio que debería tener una acción determinada. Una suposición sobre el comportamiento del mercado a partir de un gráfico es precisamente eso…, ¡una suposición! Los especuladores se centran en el precio, ya sea de un antiguo cromo de béisbol o de la acción de una empresa. Los inversores en valor que siguen a Graham tienen una visión muy distinta a la de los especuladores. Seth Klarman escribió que «el análisis técnico se basa en la suposición de que las variaciones del precio, en lugar del valor subyacente del negocio, tienen la clave de los precios futuros de las acciones». [4]

Buffett usaba una historia para describir los peligros de seguir al rebaño en una de sus cartas del presidente:

> Ben Graham contaba una historia hace cuarenta años que ilustra por qué los profesionales de la inversión se comportan de esa forma. Un buscador de petróleo, mientras se dirige hacia su descanso celestial, se tropieza con san Pedro, quien le cuenta las malas noticias. «Cumples los requisitos para obtener la residencia —dijo san Pedro—, pero, como puedes ver, el espacio reservado para la gente que se dedica a la industria petrolífera está saturado. No hay forma de que podamos encontrarte un sitio.» Tras reflexionar un instante, el buscador de petróleo le pregunta si puede hablar con los actuales ocupantes para decirles sólo cinco palabras. San Pedro cree que la petición es inofensiva, así que el buscador se pone las manos alrededor de la boca para amplificar su voz y grita: «¡Petróleo descubierto en el infierno!». Inmediatamente, las puertas del complejo se abren y todos los hombres de la industria petrolífera salen en procesión directos al averno. Impresionado, san Pedro invita al buscador a pasar y a que se ponga cómodo. El buscador se detiene. «No —dijo—, creo que iré con el resto de los chicos. Al fin y al cabo, debe haber algo de cierto en el rumor.» (Warren Buffett, 1985.)

John Maynard Keynes definió la especulación como «la actividad de pronosticar la psicología del mercado». [5] Keynes dijo a continuación que el especulador tiene que pensar en lo que piensan todos los demás, en lo que piensan sobre el mercado (y volver a

empezar). En lo que se conoce como «un concurso de belleza keynesiano», el jurado no tiene la misión de escoger a la chica más guapa, sino que selecciona a la participante que el resto de los jueces elegirá como la chica más guapa. El ganador de esta clase de concursos puede ser muy diferente al ganador de un concurso de belleza tradicional. Keynes dijo lo siguiente sobre esta clase de concursos:

> No se trata de escoger los rostros que, después del mejor de los razonamientos, son en realidad los más bellos, ni siquiera aquellos que, según la sincera opinión de la mayoría, son los más bellos. Hemos llegado a un tercer nivel donde consagramos nuestro intelecto a pronosticar qué dirá la opinión de la mayoría sobre lo que cree que dirá la opinión de la mayoría. Y hay algunas personas que, en mi opinión, deciden pasar a un cuarto o un quinto nivel, o incluso a otro aún más elevado. (John Maynard Keynes, *Teoría general* , 1936.)

La manipulación del proceso que ciertos partidarios de este sistema han aprendido a poner en práctica queda muy bien descrita en esta historia. En cierta ocasión, un hombre llegó a un pueblo muy pequeño en compañía de su ayudante, y ambos difundieron la noticia entre los lugareños de que el hombre en cuestión estaba dispuesto a comprar todos los monos que pudieran reunir a 100 dólares el ejemplar. La gente sabía que había muchos monos en un bosque cercano y enseguida se pusieron a cazarlos. Vendieron miles de monos a 100 dólares la pieza y el hombre los metió en una jaula. Por desgracia para los lugareños, la disponibilidad de monos se redujo muy deprisa, hasta llegar a un punto en que tardaban varias horas en atrapar un solo ejemplar.

Cuando el hombre anunció que ahora compraría los monos a 200 dólares la pieza, los residentes en el pueblo redoblaron sus esfuerzos para atrapar más monos. Pero, después de unos pocos días, ya era tan difícil encontrar monos que la gente del pueblo dejó de buscarlos. El hombre respondió con el anuncio de que compraría los monos a 500 dólares el ejemplar después de volver de un viaje a la gran ciudad para juntar más dinero.

Mientras el hombre estaba fuera, su ayudante se reunió por

separado con cada uno de los habitantes del pueblo y les dijo: «Te venderé en secreto los monos de mi jefe por 350 dólares, y cuando vuelva de la ciudad, se los podrás vender otra vez por 500 dólares el ejemplar».

La gente del pueblo compró todos los monos que había en la jaula, y nunca más volvieron a ver al hombre o a su ayudante.

Howards Marks dijo que los inversores en valor que aplican los principios de Graham se centran en lo que saben ahora y no en lo que les va a pasar, porque, como resulta bastante obvio, tus conocimientos sobre el presente son bastante amplios, mientras que tus datos sobre el futuro siempre equivaldrán a cero. Como Marks al tomar decisiones de inversión, Munger se centra en lo que ocurre en una empresa concreta en el momento presente. Evita con sumo cuidado las proyecciones sobre el futuro. Buffett lo expresó de este modo: «No le encuentro la menor utilidad a las proyecciones o los pronósticos. Crean una ilusión de precisión aparente. Cuanto más meticulosos sean esos pronósticos, más deberían preocuparte. Nunca nos fijamos en las proyecciones, pero sí nos importa mucho, y analizamos en gran profundidad, el historial pasado. Si una empresa tiene un historial horrible pero un futuro muy brillante, preferimos perdernos la oportunidad». [6] Munger está de acuerdo:

> [Las proyecciones] están elaboradas por unas personas que tienen un interés particular en un resultado concreto, tienen un sesgo subconsciente y su aparente precisión las convierte en una falacia. Me recuerdan a aquella frase de Mark Twain: «Una mina es un agujero en la tierra que es propiedad de un mentiroso». En Estados Unidos, las proyecciones son en muchos casos una mentira, aunque no sea intencionada, y de la peor clase, porque el tipo que hace el pronóstico también se lo cree. (Charlie Munger, *Buffett Speaks* , 2007.)

> No dejo que otros hagan proyecciones por mí, porque no me gusta vomitar sobre el escritorio. (Charlie Munger, Universidad de California, Santa Bárbara, 2003.)

He oído varias veces una especie de acertijo sobre las personas que hacen predicciones: Charlie Munger, el Conejo de

Pascua, Superman y un pronosticador de mucho prestigio que trabaja para un banco de inversión se encuentran en cada una de las cuatro esquinas de un parqué de negociación con forma de cuadrilátero. En el centro de la sala hay una gran montaña de billetes de 100 dólares. Si cada uno de ellos empieza a correr hacia el centro del parqué al mismo tiempo, ¿quién se lleva el dinero? La respuesta es Munger, ¡porque los otros tres no existen!

Cuando se centra en actividades de inversión sencillas, evita las preguntas difíciles y toma decisiones a partir de los datos que existen en el presente, el inversor en valor que sigue a Graham aumenta sus posibilidades de éxito. No debería sorprender a nadie que comprender el presente sea mucho más fácil si sabes lo que estás haciendo y eres capaz de entender el negocio subyacente. Hay que tener cuidado, porque los partidarios de otros enfoques pueden usar con buenos resultados ciertas técnicas como «la predicción del presente» para ofrecer la impresión de que pueden convertirse en especuladores de éxito. Predecir el presente es, por supuesto, infinitamente más fácil que predecir el futuro. Piensa un momento en esta historia muy ilustrativa sobre un inversor que se tropieza con un pronosticador. Un hombre que pilotaba un globo aerostático descubrió que se había alejado mucho de la ruta establecida. Así que hizo descender el globo a una altitud inferior, hasta darse cuenta de que se encontraba encima de un edificio de oficinas. Un hombre que estaba en el exterior del edificio vio al piloto y le hizo señas con las manos.

—Disculpe, ¿podría decirme dónde estoy? —gritó el piloto.

—Está en un globo aerostático, a unos cuarenta metros de altura sobre la sede central de un banco de inversión —respondió a gritos el hombre.

—Entonces, usted debe de trabajar como pronosticador en el banco de inversión —respondió el piloto.

Con evidente sorpresa, el hombre respondió:

—¡Sí, así es! ¿Cómo lo ha sabido?

—Bueno, lo que me ha dicho es técnicamente correcto, pero no tiene la menor utilidad para nadie —dijo el piloto.

La mejor forma de determinar el valor de una empresa

consiste en fijar el precio que un inversor privado pagaría por todo el negocio. Por ejemplo, Seth Klarman determina el precio que él pagaría por el activo en cuestión y considera que esa cifra es el «valor de mercado privado».

Los inversores de GAMCO definen el valor de mercado privado de esta forma:

> El valor de mercado privado (PMV por sus siglas en inglés) es el valor que un empresario bien informado pagaría para adquirir activos de características similares. Medimos el PMV escudriñando el activo y el pasivo que muestran —y también el que no muestran —, los balances y el flujo de caja disponible. Para obtener más referencias, examinamos las valoraciones y transacciones que son de dominio público. Nuestro objetivo de inversión es lograr un rendimiento anual del 10 por ciento por encima de la inflación para nuestros clientes. [7]

Aunque hay muchas formas diferentes de hacer este cálculo, como explicaré más adelante, todos los inversores en valor que siguen a Graham evitan valorar las acciones de una empresa en función de la opinión popular. Encontramos un buen ejemplo de esta metodología al examinar los motivos por los que Charlie Munger nunca compra oro. Munger no recurre al oro como inversión porque es imposible hacer una valoración de los fundamentos *bottom-up* , ya que el metal precioso no es un activo que produzca ingresos. El oro tiene un valor especulativo y comercial, pero, en opinión de Munger, no tiene un valor intrínseco calculable. Buffett ha dicho que estaría encantado de recibir oro como regalo, pero que nunca lo compraría como inversión. Determinar el valor especulativo se reduce a hacer predicciones sobre la psicología de las masas, y Munger no quiere participar en ese juego. Como comentaré más adelante, una valoración de mercado privado para un inversor en valor que sigue a Graham requiere que el activo genere un flujo de caja.

Segundo principio: compra a un descuento significativo del valor intrínseco para crearte un margen de seguridad

> La idea de un margen de seguridad, un precepto de Graham, nunca quedará obsoleta. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2003.)

> Por más maravillosa que sea una empresa, no vale un precio infinito. Debemos tener un precio que sea lógico y que ofrezca un margen de seguridad considerando las vicisitudes normales de la vida. (Charlie Munger, entrevista en la BBC, 2009.)

Aquí Munger quiere hacer hincapié en que, si hay un único principio que debe destacar por encima de todos los demás en la cabeza de un inversor en valor que sigue a Graham, ése debería ser el margen de seguridad. Nadie ha expuesto mejor esta idea que el propio Graham:

> Ante el desafío de condensar el secreto de la inversión inteligente en tres únicas palabras, nos aventuramos a proponer este lema: MARGEN DE SEGURIDAD . (Ben Graham, *El inversor inteligente* , 1949.)

¿Qué es un margen de seguridad? La definición de Ben Graham de un margen de seguridad es «una diferencia favorable entre el precio, por un lado, y el valor indicado o estimado [intrínseco], por otro». [8] El valor intrínseco es el valor presente de los flujos de caja futuros. El margen de seguridad refleja la diferencia entre el valor intrínseco y el precio actual de mercado. El propósito de un margen de seguridad es bastante sencillo, según dice Graham: «La función del margen de seguridad es, en esencia, hacer que resulte innecesario realizar una predicción precisa del futuro». [9] Seth Klarman describió el sistema de inversión en valor de una forma bastante sencilla: compra a precio de ganga, definido por el margen de seguridad, y dedícate a esperar. Sin embargo, como dice la canción de Tom Petty and the Heartbreakers, «Esperar es la parte más difícil».

Un margen de seguridad para un inversor en los mercados es análogo a una buena distancia de seguridad cuando conduces por la autopista. La intención de ambas estrategias es no tener que hacer predicciones. Con distancia suficiente entre el coche que tienes delante y el tuyo, debes reaccionar a lo que ves en el momento presente, pero no es necesario que anticipes las acciones del conductor que tienes enfrente. Si sólo conduces a unos pocos metros del coche que tienes delante, necesitas predicción y no sólo reacción; de otro modo, acabarás chocando. En pocas palabras, tu objetivo como inversor en valor es comprar una acción con un descuento lo bastante grande como para no tener que predecir los movimientos de precio a corto plazo en el mercado.

El principio del margen de seguridad es un concepto natural para una persona como Munger, que intenta tener éxito evitando lo que es difícil (o sea, predecir el futuro a corto plazo). Ha aprendido a coger ese deseo que tiene la gente normal y corriente —intentar resolver los problemas más difíciles— y darle la vuelta dentro de su cabeza:

> El margen de seguridad aparece cuando se adquieren los activos a un precio suficientemente inferior al valor subyacente como para que pueda haber errores humanos, mala suerte o una volatilidad extrema en un mundo complejo, impredecible y que cambia rápidamente. (Seth Klarman, *Margin of Safety* , 1991.)

La última idea que señala Klarman es esencial. Hacer predicciones acertadas sobre sistemas complejos es un proceso en el que los errores resultan inevitables. Tener un margen de seguridad significa que, incluso si cometes algún error, todavía tienes muchas opciones de ganar. Y si no cometes errores, tu victoria será aún mayor. Munger tiene una opinión clara al respecto:

> En la ingeniería, la gente tiene un gran margen de seguridad. Pero en el mundo de las finanzas a la gente le importa un pimiento la seguridad. Dejan que se hinche y se hinche y se hinche. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2003.)

Si pudieras coger el precio de la acción y multiplicarlo por el

> número total de acciones y obtener algo que fuera un tercio o menos del valor estimado, [Ben Graham] diría que tienes un enorme margen a tu favor. Incluso con un alcohólico decrépito en la dirección de un negocio aburrido, este significativo exceso de valor real a tu favor significa que pueden ocurrirte todo tipo de cosas buenas. Tienes un enorme margen de seguridad —en sus propias palabras— si cuentas con este gran exceso de valor a tu favor. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Munger cree que el proceso del margen de seguridad en el mundo de la inversión es similar a los procesos que existen en la ingeniería. Por ejemplo, si estás construyendo un puente, como ingeniero quieres estar seguro de que es bastante más resistente de lo que sería necesario si se diera la peor situación posible. Buffett escribió en una ocasión: «Cuando construyes un puente, insistes en que puede soportar 15.000 kilos, pero sólo pasas por encima con camiones que pesan 5.000 kilos. Y la misma idea puede aplicarse en la inversión». [10] Munger cree que invertir debería ser algo parecido. La primera regla de la inversión es: no cometas grandes errores financieros. La segunda regla es la misma que la primera.

Detrás del principio del margen de seguridad se halla la simple idea de que disponer de un cojín en términos de exceso de valor puede protegerte en el caso de cometer un error. Si compras con un descuento, tienes un margen de seguridad que te ayudará a protegerte en caso de que cometas un error. Esto mejorará tus probabilidades de éxito. Todos cometemos errores, por lo que tener un seguro frente a esa eventualidad es muy inteligente. Encontrar una oportunidad de inversión con el margen de seguridad adecuado es poco habitual, así que debes tener paciencia. La tentación de hacer algo mientras esperas es demasiado fuerte para la mayoría de la gente.

Como Munger ha descubierto a lo largo de los años, al introducir ciertas variables que no alteran los cuatro principios fundamentales del sistema de inversión en valor de Graham, sino que se construyen a partir de dichos cimientos, el sistema ha sido capaz de evolucionar a medida que las condiciones del mercado han ido cambiando.

> Los seguidores de Ben Graham [...] empezaron a definir las gangas de una forma diferente. Y siguieron cambiando la definición para poder continuar haciendo lo que siempre habían hecho. Y la verdad es que les salió bastante bien. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

El uso que hace Munger de la palabra «ganga» en la cita inmediatamente precedente es importante. No la utiliza para hablar de una acción que ha recibido una verdadera paliza y cuyo precio actual se ha desinflado o ha perdido sus máximos. Lo que ahora sale barato en comparación con el pasado puede que en realidad no sea ninguna ganga en el presente. Para proporcionar un margen de seguridad al inversor que sigue los principios de Graham, la acción debe tener un valor significativamente superior al precio que se pagó por ella. Más adelante hablaremos de hasta qué punto esa ganga tiene que ser considerable. El inversor en valor siempre debe recordar esta admonición: el precio es lo que pagas y el valor es lo que recibes. Entre los inversores en valor que siguen a Graham son habituales frases como «mi objetivo al adquirir un activo financiero es comprar un dólar por 70 centavos». Cuando dicen cosas parecidas, no se refieren «a comprar un dólar por 70 centavos» en sentido literal, sino que están buscando un descuento significativo en su valor intrínseco. En pocas palabras: según Graham, cuando un inversor puede comprar un dólar por unos cuantos centavos menos de su valor real, todavía podría cometer errores significativos y llevarse un beneficio.

> Ben Graham tenía mucho que aprender como inversor. Sus ideas sobre la forma de valorar las empresas estaban condicionadas por los daños que le habían causado el crac del 29 y la Gran Depresión, y que casi lo destruyen; siempre tenía un poco de miedo a lo que pudiera hacer el mercado. Le dejaron un poso de miedo que le acompañaría el resto de su vida, y todos sus métodos estaban diseñados para mantenerlo a raya. Creo que Graham no era ni de lejos tan buen inversor como Warren, o incluso como yo mismo. Comprar esas acciones baratas, esas acciones colilla (empresas con un potencial de crecimiento limitado, pero que se venden a una fracción del precio que tendrían en una adquisición o liquidación) era una trampa y un engaño, y nunca funcionaría con las sumas de dinero que nosotros tenemos. No puedes hacerlo con miles de

> millones de dólares, o incluso con muchos millones de dólares. Pero era muy buen escritor y muy buen profesor y un hombre brillante, uno de los pocos intelectuales —probablemente el único— en el negocio de la bolsa en aquellos tiempos. (Charlie Munger, entrevista con Jason Zweig, 2014.)

Lo que Munger esta diciendo aquí es que la aplicación del concepto «margen de seguridad» que Ben Graham hizo en sus tiempos era bastante diferente a lo que hacen los inversores (como Buffett y Munger) en la actualidad. Echemos un vistazo a la historia. En los tiempos posteriores a la Gran Depresión, Graham dedicaba la mayor parte de su tiempo a buscar empresas «que valieran más muertas que vivas». [11] El crac bursátil y la Gran Depresión provocaron que la gente renunciara a adquirir y poseer acciones. Durante un largo período tras la Depresión, algunas empresas podían comprarse a un precio inferior a su valor de liquidación. Aunque estas *empresas colilla* eran habituales durante aquel período temporal, a medida que pasaron los años se fue haciendo más difícil encontrarlas en los grandes mercados. El propio Graham reconoció este hecho en la última etapa de su vida, lo que aún confunde a muchas personas a día de hoy: que las empresas cotizadas ya no se negociaran a un precio inferior a su valor de liquidación no significaba que ya no fuera posible utilizar con éxito el sistema de inversión en valor de Graham.

Como resultado del escenario posterior a la Gran Depresión, Munger y otros muchos inversores de la escuela de Graham empezaron a aplicar esos mismos principios a otras empresas que tenían una gran calidad, en vez de buscar compañías que se negociaran por debajo del valor de liquidación; y, además, el proceso de margen de seguridad seguía funcionando igual de bien. Las variables que complementan el sistema de inversión en valor de Graham empezaron a evolucionar de la mano de algunos profesionales. En un apartado posterior del libro volveré a hablar de la importancia de tener en consideración la calidad de una empresa cuando se valora un negocio.

Walter Schloss, Howard Marks, Seth Klarman y un número reducido de inversores en valor no se han alejado tanto del estilo

de las *empresas colilla* que aplicaba Graham y se han centrado en mercados con un menor volumen de negociación, debido a la escasez de esta clase de oportunidades en las principales bolsas. Howard Marks señaló que «la gestión activa debe verse como la búsqueda de errores». [12] En su opinión, esos errores se encuentran con más facilidad en los mercados con menor negociación y en los denominados «activos gastados».

Tercer principio: que el bipolar Señor Mercado sea tu siervo, no tu señor

> Ben Graham tenía su concepto del «Señor Mercado». En vez de pensar que el mercado era eficiente, lo veía como un maniaco depresivo que se presenta cada día. Y algunos días te dice: «Te venderé un poco de mi interés por bastante menos de lo que tú crees que vale». Y otros días el Señor Mercado se presenta y te dice: «Te compraré tu interés a un precio que es bastante más elevado de lo que tú crees que vale». (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

En esta declaración, Munger explica que la metáfora del Señor Mercado de Ben Graham es tan potente como simple. El inversor en valor cree que el Señor Mercado es impredecible y bipolar a corto plazo; por esta razón, cuando el mercado está deprimido, a veces puede venderte un activo a precio de ganga. Otras veces, como se siente eufórico, el mercado te pagará más de lo que vale el activo. Conocer la diferencia entre estos dos estados mentales tiene una importancia trascendental para poder aplicar con éxito el sistema de inversión en valor de Graham. Los problemas mentales del Señor Mercado se acaban manifestando porque está compuesto de muchos seres humanos que, a corto plazo, votan para asignar un precio a un activo con arreglo a sus emociones y predicciones acerca de los pronósticos y acciones del resto de los seres humanos que componen ese mismo mercado. Ben Graham señaló que, en gran medida, los mercados se componen de gente como «A,

[persona] que trata de resolver lo que B, C y D deben estar pensando, mientras B, C y D tratan de hacer lo mismo».[13]

Para el inversor en valor, las mejores oportunidades para comprar activos aparecen precisamente cuando el mercado está deprimido. En ese momento, es muy probable que las acciones lleven encima un descuento tan importante que acabe generando una verdadera ganga. Tal como Ben Graham se preguntaba, ¿por qué convertir una cosa como una caída del precio de las acciones, algo en esencia ventajoso, en otra que es una desventaja? Mientras los fundamentos de la empresa en cuestión sigan en su sitio, las opiniones a corto plazo del mercado sobre los precios de las acciones pueden ignorarse y se corregirán a largo plazo. Este enfoque refuerza la importancia del análisis fundamental de la propia empresa. El proceso se compone básicamente de tres pasos: analizar la empresa para determinar su valor intrínseco, comprar los activos a un precio que sea una ganga importante... y esperar.

Cualquier debate sobre los mercados conduce inevitablemente a una discusión sobre la denominada hipótesis de mercado eficiente (EMH, por sus siglas en inglés). Los defensores de la versión radical de la EMH creen que los inversores no pueden superar al mercado porque siempre muestra el precio perfecto. A diferencia de los defensores de la EMH, Munger cree que los mercados son eficientes en la mayoría de los casos, pero no siempre:

> Creo que es más o menos cierto que el mercado es eficiente, por lo que resulta muy difícil ganarle si sólo eres un inversor inteligente. Pero tampoco creo que sea eficiente del todo. Y la diferencia entre ser eficiente del todo y más o menos eficiente deja unas oportunidades enormes para las personas como nosotros, que podemos obtener unos registros muy poco habituales. Es bastante eficiente, por lo que es difícil labrarse un gran historial de inversiones. Pero de ningún modo es imposible. Ni tampoco es algo que sólo muy pocas personas puedan hacer. El 3 o 4 por ciento más destacado dentro del mundo de la gestión de inversiones lo hará bien. (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2009.)

Podría decirse que Munger cree en la hipótesis de un mercado que casi siempre es eficiente. Y también cree que la diferencia

entre «casi siempre» y «siempre» representa una gran oportunidad para el inversor en valor. En ocasiones, las acciones llevan un sobreprecio, y en otras llevan un descuento. Cualquiera que invirtiera durante la burbuja de internet (como yo) y todavía crea que los mercados son siempre eficientes (una visión extrema de la eficiencia del mercado) está como una cabra.

Una de las premisas fundamentales del sistema de inversión en valor de Graham es que los precios siempre suben y bajan siguiendo una serie de ciclos. Los inversores en valor no creen que los ciclos de las empresas sean predecibles de una forma que pueda generar a corto plazo un rendimiento económico superior al mercado. Como, con el tiempo, los ciclos económicos mueven los precios arriba y abajo de manera impredecible, el punto de referencia siempre debe ser el valor intrínseco. El valor intrínseco es, en este sentido, como una marca en un barómetro que establece un importante punto de referencia. El trabajo del inversor es observar con paciencia, y no tanto tratar de predecir los precios de mercado. También debe estar preparado para comprar rápida y agresivamente a un descuento significativo del valor intrínseco, mientras que, en otras ocasiones, tiene que estar dispuesto a vender a un precio atractivo en relación con ese valor intrínseco. Para el inversor en valor, resulta fundamental saber reaccionar rápida y agresivamente a un precio favorable cuando aparece sin previo aviso. Munger señalaba:

> Para Graham, era una bendición hacer negocios con un maniaco depresivo que te está dando esa cantidad de oportunidades todo el tiempo. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

La naturaleza bipolar del Señor Mercado es su regalo a los inversores en valor fieles a Graham. Algunas veces les ofrecerá las gangas más atractivas. Otras, les comprará sus activos a un recargo importante. La opinión de Munger sobre esta cuestión es sencilla: no trates al Señor Mercado como si fuera inteligente; al contrario, es mejor verlo como un siervo. Es cierto que los precios de los productos de inversión serpentearán por encima y por debajo del

valor intrínseco. No intentes predecir cuándo se moverá la serpiente y dedícate a estar preparado para actuar en el momento en que ocurra. La paciencia es una parte difícil del sistema de inversión en valor de Graham. Si esperas que el mercado te obsequie con unos beneficios tan elevados como para comprarte un coche o una lancha la semana que viene, fracasarás inevitablemente en tu intento de alcanzar tus objetivos financieros.

> Es una desgracia que el conjunto de las acciones ordinarias también se haya visto afectado por unos excesos tan enormes como estúpidos. En parte, las acciones se valoran como si fueran bonos, a partir de proyecciones poco racionales sobre su utilidad práctica para producir dinero en un futuro. Pero en parte también se valoran como si fueran un cuadro de Rembrandt, y en gran medida sólo se compran porque sus precios han subido... hasta ahora. (Charlie Munger, *Philanthropy* , 2009.)

Sumarse a la gran masa te dejará a merced del Señor Mercado, porque el Señor Mercado es precisamente esa gran masa. Si estás con la muchedumbre, entonces, por definición, no puedes vencerla. Munger cree que los movimientos del precio a corto plazo no son racionales, no se basan en ningún mercado eficiente y no se pueden predecir con certeza. El mejor consejo es simple; Buffett dice: «Sé temeroso cuando los demás son codiciosos, y sé codicioso cuando los demás tienen miedo». [14] Es mucho más fácil decirlo que hacerlo, porque requiere valentía en las situaciones más difíciles.

> Durante muchas décadas, nuestra práctica habitual es que si [la acción de] algo que nos gusta se viene abajo, compramos más y más. A veces ocurre algo, te das cuenta de que estabas equivocado y decides salir. Pero si desarrollas la confianza correcta en tu propio juicio, compra más y aprovéchate del precio de las acciones. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

El sistema de inversión de Graham se basa en la premisa de que el riesgo (la posibilidad de perder) viene determinado por el precio al que compras un activo. Cuanto más alto sea el precio que has pagado por un activo, mayor es el riesgo de sufrir una pérdida de capital. Si el precio de una acción cae, el riesgo baja, no sube.

Por esta razón, el inversor en valor muchas veces llega a la conclusión de que un descenso del precio es una oportunidad para comprar más acciones de una empresa. Buffett lo expresaba de este modo: «Voy a comprar hamburguesas lo que me queda de vida. Cuando las hamburguesas bajen de precio, en el hogar de los Buffett cantaremos el estribillo de *Hallelujah.* Cuando las hamburguesas suban, nos echaremos a llorar». [15]

La paradoja a la que se enfrenta el inversor medio es que, por regla general, sólo los grandes inversores (fondos de pensiones enormes, dotaciones financieras de universidades y las personas más adineradas) tienen acceso a lo que Munger define como «el 3 o 4 por ciento más destacado en el mundo de la gestión de inversiones». Este problema del inversor medio queda muy bien reflejado en esta adaptación del viejo chiste de Groucho Marx: ¡no quieras contratar a un gestor de inversiones que te tome por un cliente! Los profesionales que gestionan fondos según los principios de Graham saben que los inversores eficaces y experimentados no son nada propensos a alarmarse cuando el mercado entra en declive; todo lo contrario, ven las caídas del mercado como una oportunidad. Marty Whitman, inversor en valor, ha llegado a decir incluso que no quiere a nadie en su fondo que no comprenda el sistema de Benjamin Graham porque su trabajo consiste en vender acciones cuando reportan un interés a su propietario.

Cuarto principio: sé racional, objetivo e imparcial

> La racionalidad no es una cosa que sólo pones en práctica para ganar más dinero; es un principio vinculante. La racionalidad es muy buena idea, de verdad. Debes evitar las absurdeces que se han convertido en la norma en tus propios tiempos, en tu época. Eso exige desarrollar sistemas de pensamiento que, con el paso del tiempo, mejoren tu promedio de bateo. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2006.)

Actuar con más racionalidad no es una cosa que ahora escoges hacer y después no; es un deber moral que debes cumplir siempre que puedas, dentro de lo razonable. Funcionó muy bien en Berkshire, no porque fuéramos muy inteligentes desde el principio; la verdad es que éramos sumamente ignorantes. Todos los grandes éxitos de Berkshire comenzaron con estupideces y fracasos. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2011.)

La idea de ser objetivo e imparcial nunca quedará obsoleta. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2003.)

Como indican estas declaraciones, Munger ha repetido en varias ocasiones que la cualidad más importante para convertirse en un gran inversor es la capacidad para tener ideas y tomar decisiones racionales. Es difícil sobreestimar la importancia de la racionalidad en el sistema de inversión en valor de Graham. La racionalidad es el mejor antídoto para no cometer errores psicológicos y emocionales. Durante una entrevista, Munger recordaba que, en cierta ocasión, una persona que se sentaba a su lado en una cena le preguntó: «Dígame, ¿qué cualidad explica su enorme éxito?». Munger respondió: «Soy racional. Ésa es la respuesta. Soy racional». Munger cultiva esta racionalidad con gran esfuerzo, como expondré en breve. Ser racional no es ni fácil ni sencillo.

Aunque los inversores en valor fieles a Graham no intentan predecir el comportamiento de los demás, dedican mucho tiempo a impedir que su propio temperamento los aleje del camino de la racionalidad, la objetividad y la imparcialidad. Los mejores inversores en valor comprenden que, si reflexionas sobre cualquier cosa partiendo de sus conceptos más básicos, en un proceso paso a paso, y si utilizas técnicas como las listas de comprobación, que sirven para reforzar el éxito del sistema, serás capaz de evitar la mayoría de los errores que podrías llegar a cometer, o al menos no cometerás los mismos errores que en el pasado, sino otros nuevos. La mayoría de las páginas de este libro están dedicadas a este cuarto principio del sistema de inversión en valor de Graham.

3

Sabiduría universal

> ¿Qué es la sabiduría elemental universal? Bueno, la primera regla es que en realidad no sabes nada si sólo eres capaz de recordar hechos aislados, si los vas probando y dejando a un lado. Si los datos y los hechos no encajan entre sí en una celosía que conforma una teoría, entonces no se te presentan en una forma que puedes utilizar. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

> Debes conocer las grandes ideas de las grandes disciplinas, y usarlas como una rutina; todas ellas, no sólo unas pocas. La educación de la mayoría de la gente parte de un único modelo —económico, por ejemplo—, y por eso casi todo el mundo trata de resolver los problemas de una misma manera. Ya conocéis el dicho: «Para un hombre con un martillo, el mundo se parecerá a un clavo». Me parece una manera bastante tonta de abordar los problemas. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2000.)

> Toda la sabiduría del mundo no se encuentra dentro de un pequeño departamento en una universidad. Ésa es la razón por la que los profesores de poesía, en líneas generales, son tan insensatos en un sentido cotidiano. No tienen suficientes modelos dentro de la cabeza. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

> ¿Qué son los modelos? Bueno, la primera regla es que debes tener múltiples modelos; porque si sólo estás usando uno o dos, como la naturaleza humana tiene tanta fuerza, acabarás torturando la realidad para que encaje en tus propios modelos. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Munger ha adoptado una estrategia para abordar la vida y los negocios que denomina «sabiduría universal». Cree que utilizando un amplio abanico de modelos provenientes de disciplinas diferentes —psicología, historia, matemáticas, física, filosofía,

biología, etcétera— una persona puede usar el resultado combinado de su síntesis para obtener un producto que tenga más valor que la suma de sus partes. Robert Hagstrom escribió un libro maravilloso sobre la sabiduría universal titulado *Investing: The Last Liberal Art* [Invertir, el último arte liberal], en el cual afirma que «cada disciplina se entrelaza con todas las demás, y en el proceso se refuerzan entre sí. De cada disciplina, una persona inteligente extrae modelos mentales significativos, las ideas clave que se combinan para producir una comprensión cohesionada. Aquellos que adoptan esta visión tan amplia van bien encaminados para alcanzar la sabiduría universal». [1]

Está claro que a Munger le encanta aprender. En realidad, se divierte cuando aprende, y eso hace que disfrute de un proceso de inversión que se basa en la sabiduría universal. Este punto es importante, porque muchas personas no disfrutan cuando invierten, sobre todo en comparación con apostar, una actividad que, como la ciencia ha demostrado, genera placer mediante la liberación de una serie de sustancias químicas (la dopamina, por ejemplo), incluso a pesar de que se trata de una práctica con un valor presente neto negativo. Lo que Munger ha conseguido es crear un sistema —la sabiduría universal— que le permite generar las mismas recompensas químicas con una actividad que tiene un valor presente neto positivo. Cuando aprendes algo nuevo, tu cerebro se dispensa a sí mismo una recompensa química, que te aporta la motivación para hacer el trabajo que debería realizar cualquier inversor de éxito. Si haces este trabajo y adoptas la metodología de la sabiduría universal, Munger cree que tendrás una ventaja competitiva frente a otros inversores.

Al desarrollar esta estrategia, Munger usa lo que denomina «una celosía de modelos mentales». ¿Qué es un modelo mental? Herbert Simon sintetiza la idea:

> Gran parte de la diferencia entre un novato y un experto en la tarea de tomar decisiones no se encuentra en ningún valor intangible en particular como el «buen juicio» o la «intuición». Si uno pudiera abrir la tapa, por decirlo de algún modo, y ver lo que hay dentro de la cabeza del experto en tomar decisiones, podría ver

> que tiene a su disposición un amplio repertorio de posibles acciones, que cuenta con un listado de las cosas sobre las que debe reflexionar antes de actuar y que tiene mecanismos en su cabeza para recordar todos estos procedimientos y ponerlos al servicio de su atención consciente cuando aparecen esas situaciones en que hay que tomar decisiones. (Herbert Simon, *McKinsey Quarterly* , 1986.)

Munger escogió con sumo cuidado la metáfora de la celosía para transmitir la idea de que los modelos múltiples necesarios para alcanzar la sabiduría universal deben estar interconectados.

> Debes tener los modelos en la cabeza. Y tienes que entrelazar tu experiencia —directa e indirecta— en esta celosía de modelos. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Comprender la metodología de la sabiduría universal es mucho más sencillo si la ves aplicada en un ejemplo. Para ilustrar su método, Munger ofreció el paradigma de una empresa que sube el precio de su producto y que, aun así, es capaz de vender más unidades. Este fenómeno parecería infringir la ley de la oferta y la demanda que se enseña en economía. Sin embargo, si echas mano de la psicología, podrías llegar a la conclusión de que el producto que vende la empresa es un bien de Giffen, que la gente desea todavía más cuando aumenta de precio. O podrías llegar a la conclusión de que un precio bajo es para los compradores una señal de mala calidad, y que el aumento de precio resultará en un aumento de las ventas. Desde otro punto de vista, podrías buscar la presencia de un sesgo por incentivos y descubrir que, en este ejemplo, lo que de verdad ha ocurrido es que el vendedor ha sobornado a los agentes de ventas que atienden a los compradores.

Munger describió una situación en que realmente eso fue lo que ocurrió:

> Imagínate que eres el gestor de un fondo de inversión y que quieres vender más. La gente suele llegar a la siguiente conclusión: subes el precio de las comisiones, lo cual, por supuesto, reduce el número de unidades de inversiones reales que se entregan al comprador final, así que estás aumentando el precio por unidad de inversión real que vendes al cliente final. Y estás usando esa comisión adicional para sobornar al agente de ventas que atiende a

> ese cliente final. Estás sobornando al bróker para que traicione a su cliente y lo convenza de que ponga su dinero en un producto de comisiones elevadas. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 2003.)

Nadie puede saberlo todo, pero puedes trabajar para comprender los modelos más grandes e importantes de cada disciplina a un nivel básico, para que así puedan aportar valor al proceso de toma de decisiones. En pocas palabras, Munger cree que las personas que piensan con amplitud de miras y comprenden muchos modelos distintos de muchas disciplinas diferentes toman mejores decisiones y, por lo tanto, son mejores inversores. Este punto de vista no debería ser ninguna sorpresa, porque él cree que el mundo se compone de muchos sistemas complejos que interactúan de un modo constante:

> Tienes un sistema complejo que vomita una montaña de preciosos números que te permiten medir algunos factores. Pero hay otros factores que son terriblemente importantes, y [aun así] no hay una escala numerada precisa que puedas aplicar a estos factores. Sabes que son importantes, pero no tienes los números. Bueno, (1) casi todo el mundo sobrevalora las cosas que pueden cuantificarse con números, porque de ahí se derivan las técnicas estadísticas que se enseñan en una clase, y (2) no añaden a la mezcla las cosas difíciles de medir, y que quizá sean más importantes. Es un error que he intentado evitar toda mi vida, y no me arrepiento de haber actuado de este modo. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 2003.)

En opinión de Munger, es mucho mejor disponer de esa sabiduría universal que invertir una gran cantidad de tiempo en un único modelo que muy bien podría ser incorrecto.

Una estrategia basada en modelos múltiples, aunque sólo sea más o menos correcta, producirá mejores resultados en cualquier situación que involucre a un grupo de personas o a un sistema social. Al mismo tiempo que defiende la importancia de aplicar una estrategia compuesta de una celosía de modelos mentales (que describiré en breve), Robert Hagstrom señala que Munger está dando todo su apoyo a aquellos que defienden una educación abierta basada en las humanidades. Munger defiende de un modo

muy persuasivo que actividades como leer buenos libros pueden contribuir enormemente a que un individuo se convierta en mejor inversor.

> La teoría de la educación moderna es que necesitas una educación genérica antes de especializarte. Y yo creo que, hasta cierto punto, antes de poder convertirte en un buen selector de valores y empresas, necesitas contar con una educación bastante general. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

En palabras de Philip Tetlock, profesor en Wharton, Munger es un «zorro» (que sabe un poco de muchas cosas) en vez de un «erizo» (que sabe mucho sobre muy poco). [2] De todos los zorros que uno puede encontrarse en la vida, Munger es realmente especial. Sabe mucho sobre muchas cosas, y sabe un poco sobre casi todo. Bill Gates lo explicó muy bien cuando dijo: «De verdad, Charlie Munger es el pensador con la visión más amplia que jamás he conocido». [3] Buffett añadió que Munger tiene «el mejor cerebro "de 30 segundos" del mundo. Va de la A a la Z en un único movimiento. Ve la esencia de todo antes de que hayas acabado la frase». [4]

Munger cree que reflexionar con amplitud de miras, aplicando muchas disciplinas diferentes a la vez, te convierte en mejor pensador porque todas las cosas están interrelacionadas, literalmente.

> Tienes que darte cuenta de la verdad que esconde la idea del biólogo Julian Huxley, de que «la vida es una maldita conexión después de otra». Así que debes contar con los modelos, y debes ver las conexiones y los efectos de sus relaciones. (Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack* , 2003.)

Comprender disciplinas como la biología, la psicología, la química, la física, la historia, la filosofía o la ingeniería te convertirá en mejor inversor. Munger cree que:

> La gente calcula demasiado y piensa muy poco. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire Hathaway, 2002.)

La amplitud de los conocimientos de Munger forma parte de

su carácter con absoluta naturalidad, pero también hay que decir que es una cualidad que cultiva con toda la intención del mundo. En su opinión, no saber nada sobre una materia importante es una invitación a los problemas. Tanto Munger como Buffett reservan cada día una buena cantidad de tiempo para pensar, sin hacer nada más. Cualquiera que lea las noticias tiene a su disposición un constante recordatorio de las consecuencias de no pensar. Pensar es una actividad que está sorprendentemente infravalorada. En 2014, varios investigadores publicaron un estudio que revelaba que aproximadamente una cuarta parte de las mujeres y una tercera parte de los hombres preferían recibir descargas eléctricas a pasar un tiempo en soledad, con la única compañía de sus propios pensamientos. [5] Munger podría decir que una persona que no puede estar sola con sus propios pensamientos es una pésima candidata a inversora.

Sus artículos y discursos están repletos de ideas de grandes personalidades del pasado y del presente, y de muchos campos del saber diferentes. También toma la precaución de reservar una gran cantidad de tiempo para leer. Decir que le encanta leer es quedarse corto. Buffett ha dicho que Munger ha leído cientos de biografías, por poner un ejemplo. Está muy convencido de su estrategia basada en la sabiduría universal, así que prefiere no llenar la agenda de citas y reuniones. «Me parece muy difícil que encuentres otra empresa en la que dos individuos dediquen más horas a leer que en la nuestra.» Y Buffett añadía: «Mira, mi trabajo consiste básicamente en reunir más, más y más datos e información, y de vez en cuando ver si conducen a algún tipo de acción». [6]

Munger explica muy bien la idea de la sabiduría universal cuando señala que la mayoría de los profesionales sólo piensan en su propia disciplina, y creen que aquello que hacen para ganarse la vida, sea lo que sea, solucionará todos sus problemas. Un nutricionista quizá tenga la sensación de que puede curarlo todo, por ejemplo. Un quiropráctico quizá crea que puede curar el cáncer. Aprender de los demás es esencial, según el propio Munger.

> Creo en la disciplina de dominar las mejores ideas que otras

> personas han descubierto o imaginado en sus vidas. No creo en quedarse sentado en una silla e intentar imaginártelo todo por tu propia cuenta. Nadie es tan inteligente. (Charlie Munger, Facultad de Derecho de Stanford, 1998.)

Para una persona que quiere actuar con sabiduría, resulta fundamental pensar con amplitud de miras y aprender de los demás. Munger ha dicho muchas veces que una persona que es inteligente de verdad, pero que ha dedicado todo su tiempo a convertirse en un experto en un ámbito muy reducido, puede ser muy peligrosa para sí misma y para la gente que la rodea. Entre los ejemplos de este fenómeno, hay que incluir a los macroeconomistas que estudian los mercados, pero que son un desastre cuando invierten su propia cartera, o a los expertos en marketing que creen que todos los problemas de una empresa pueden resolverse con las técnicas propias de su especialidad. Los financieros tienden a pensar de forma parecida sobre su propia profesión. Demasiadas personas creen que lo que hacen en su trabajo es difícil, y que lo que hacen los demás es sencillo.

Munger cree que la mejor estrategia para lidiar con los problemas consiste en adoptar un enfoque multidisciplinario:

> Quizá te veas diciendo: «Dios mío, esto ya se está poniendo muy difícil». Pero, por fortuna, no es tan difícil, porque ochenta o noventa modelos importantes asumirán cerca del 90 por ciento de la carga cuando se trate de convertirte en una persona con una sabiduría universal. Y, de todos ellos, sólo un puñado son verdaderamente capaces de soportar las cargas más pesadas. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Esta referencia a «ochenta o noventa modelos importantes» ha provocado que muchas personas hayan pedido al propio Munger una lista completa de todos esos modelos que son tan importantes. Aunque él identificó muchos de esos modelos dentro del ámbito de la psicología durante su famoso discurso «La psicología del error de juicio humano», y también ha mencionado otros cuando era necesario, nunca ha elaborado una lista completa que cubra todas las disciplinas.

Munger cree que cuando un inversor adquiere la capacidad de

reconocer ciertos procesos de toma de decisiones que en realidad son disfuncionales, también está aprendiendo a cometer menos errores. Asimismo, cree que, por mucho que una persona aprenda y trabaje, es imposible eliminar por completo los errores. Lo mejor a lo que puede aspirar es a reducir su frecuencia y, con un poco de suerte, su magnitud. Munger desarrolla esta idea:

> El cerebro imperfecto del hombre, con su capacidad limitada, se deja llevar fácilmente y acaba trabajando sólo con lo que tiene a su disposición, sin apenas esfuerzo. Y el cerebro no puede usar lo que no recuerda o lo que no puede reconocer por un bloqueo, porque está fuertemente influenciado por una o más tendencias psicológicas que pesan sobre él [...]. La estructura profunda de la mente humana exige que la forma de lograr una competencia completa de cualquier clase sea aprenderlo todo hasta dominarlo con fluidez; te guste o no. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

> Una y otra vez, veo a personas que prosperan en la vida que no son las más inteligentes, y que ni siquiera son a veces las más aplicadas, pero que sí son unas máquinas de aprender. Se acuestan cada día sabiendo un poco más que al levantarse por la mañana, y, chico, eso es de gran ayuda, sobre todo cuando tienes una larga carrera por delante. Así pues, si la civilización sólo puede evolucionar con un método avanzado para inventar, tú sólo puedes progresar cuando adquieres el método para aprender. Nada me ha resultado más útil en mi larga vida que el aprendizaje continuo. He avanzado por la vida practicando constantemente (porque si no practicas, lo olvidas) el enfoque multidisciplinar, y no tengo palabras para explicaros lo que ha hecho por mí. Ha hecho que la vida sea más divertida, me ha hecho más constructivo, me ha vuelto más útil para los demás y me ha hecho enormemente rico. Esa actitud ayuda de verdad. (Charlie Munger, Facultad de Derecho de la USC, 2007.)

Cuando analiza una decisión, Munger cree que hacerse preguntas es muy inteligente. Desde la perspectiva de la psicología, ¿la heurística disfuncional del proceso de toma de decisiones ha provocado el error? ¿Es posible utilizar esas estrategias para encontrar esos errores? A Munger le gusta utilizar un modelo del álgebra e invertir los problemas para encontrar las soluciones. Buscar modelos que puedan revelar y explicar los errores, para así

acumular más sabiduría universal, es en realidad muy divertido. Es como un puzle que hay que resolver.

El método del entramado y la celosía es, en realidad, una doble comprobación del proceso de inversión. Pero, en lugar de revisar el proceso una única vez, compruebas el resultado en repetidas ocasiones. Munger cree que, al revisar tu proceso de toma de decisiones y aplicar cuidadosamente las competencias, las ideas y los modelos de muchas disciplinas diferentes, podrás dejar de ser un estúpido muchas más veces. Siempre tendrás errores tontos, aunque vayas con mucho cuidado, pero su proceso está diseñado para reducir las probabilidades de cometerlos.

Para estar seguro de que saca provecho de tantos modelos como le sea posible, a Munger le gusta hacer listas de comprobación:

> Necesitas listas de comprobación diferentes y modelos diferentes para empresas diferentes. Nunca podré simplificar el problema si me digo: «Mira, son estas tres cosas». Tienes que asumirlo tú mismo y metértelo en la cabeza para el resto de tu vida. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2002.)

Como parte de su manera de entender la vida, basada en la obtención de una sabiduría universal, Munger se centra en aprender de los errores:

> Puedes aprender a cometer menos errores que otras personas; y a solucionarlos más rápido que los demás cuando los cometes. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

> Las personas increíblemente inteligentes cometen unos errores muy, pero que muy estúpidos. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

> No quiero que penséis que tenemos algún método de aprendizaje o alguna forma de actuar que nos impide cometer errores. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Munger aprendió cómo funciona el mundo de los negocios de la mejor forma posible: participando en él de primera mano; a veces cometía errores, y otras tenía éxito. Gracias al proceso de

cometer errores, y de fracasar o triunfar en el mundo real (por ejemplo, al recibir la opinión del mercado), puedes adquirir y poner en práctica unos criterios muy sólidos para hacer negocios. Muchas inversiones de Berkshire han sido muy valiosas en el sentido de que han enseñado a Munger y Buffett lo que no debían hacer. Para Buffett, comprar una empresa textil en los años sesenta fue, en cierto sentido, un error. Era un negocio horrible y no valía la pena seguir invirtiendo más dinero en él, porque nunca generaría más beneficios sobre la inversión de capital que otras operaciones alternativas que Buffett tenía a su disposición. Cuando Berkshire pagó demasiado por Conoco Phillips o compró US Airways, fue un error. Comprar Dexter Shoes también representó un error de miles de millones de dólares para Berkshire. Cuando realizaron su informe de diligencia debida sobre Dexter Shoes, Buffett y Munger cometieron el error de no comprobar que el negocio tuviera un *foso* , y se centraron demasiado en lo que consideraban un precio de compra atractivo. Buffett dijo en una ocasión sobre Dexter Shoes: «Lo que yo había valorado como una ventaja competitiva duradera se desvaneció en unos pocos años». [7] Por definición, el capitalismo implica que siempre habrá otros que intenten copiar cualquier negocio que sea rentable. Siempre estás en una batalla por conservar lo que tienes. Dexter Shoes perdió esa batalla en poco tiempo. Si cometes un error, las fuerzas de la «destrucción competitiva» del capitalismo lo pondrán de manifiesto con suma rapidez y, en ocasiones, con una gran brutalidad.

> No creo que sea necesario ser tan tonto como éramos nosotros. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2011.)

> Me gusta la gente que reconoce que es tonta del culo. Sé que yo rindo mejor si me restriego mis propios errores por la cara. Es un buen truco que vale la pena aprender. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2011.)

Munger ha dicho en repetidas ocasiones que cometía más errores en otras etapas anteriores de su vida que en la actualidad. Uno de sus primeros errores fue comprar una empresa que fabricaba transformadores eléctricos. También ha dicho que se ha

visto involucrado en operaciones inmobiliarias que sólo un masoquista podría disfrutar. No obstante, parece tener más tolerancia a los errores en el sector inmobiliario que en otras áreas de negocio. La idea de fabricar cosas, en contraposición a limitarse a negociar con acciones, tiene para él un especial atractivo.

Cree que una de las mejores formas de no cometer errores consiste en adquirir una empresa que sea fácil de entender, siempre teniendo en cuenta tu educación y experiencia. Ha señalado: «Donde tienes complejidad, por naturaleza puedes tener fraude y errores». Este enfoque replica la visión de Buffett, a quien le gustan los retos empresariales que sean el equivalente a pescar en un barril lleno de peces.

Buffett ha dicho que, si no puedes explicar dónde has fallado después de cometer un error, es porque la empresa en cuestión era demasiado compleja para ti. En otras palabras, a Munger y Buffett les gusta comprender por qué han cometido un error para poder aprender de la experiencia. Si no eres capaz de entender el negocio, entonces no puedes determinar lo que hiciste mal. Si no puedes determinar lo que has hecho mal, entonces no puedes aprender. Y si no puedes aprender, no sabrás lo que estás haciendo, dónde está la verdadera fuente de riesgo.

> Olvidar tus pifias es un terrible error si estás intentando mejorar tu cognición. La realidad no te hará recordarlas. ¿Por qué no celebrar las estupideces en ambas categorías? (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2006.)

Munger reconoce que sigue cometiendo errores, incluso después de muchas décadas como inversor y hombre de negocios. Entre sus peores errores están las cosas que no ha hecho:

> Los errores más extremos de la historia de Berkshire han sido errores por omisión. Lo vimos, pero no actuamos. Son errores enormes; perdimos miles de millones. Y los seguimos cometiendo. Estamos mejorando. Aunque nunca nos los quitaremos de encima. Hay dos clases de errores: 1) no hacer nada; lo que Warren llama «mamarse el dedo» y 2) comprar con cuentagotas unas cosas que deberíamos estar comprando a carretadas. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2001.)

> Nuestros peores errores son las cosas que no hemos hecho, empresas que no hemos comprado. (Charlie Munger, revista *Fortune* , 1998.)

La decisión de Munger y Buffett de no invertir en Wal-Mart es un buen ejemplo de sus errores por omisión. Buffett ha dicho que aquel error con Wal-Mart les costó 10.000 millones de dólares. De forma parecida, en 1973, Tom Murphy ofreció a Berkshire un grupo de canales de televisión por 35 millones de dólares, pero Munger y Buffett rechazaron la oferta. «Aquel [fracaso al comprar los canales de televisión] fue un gran error por omisión», ha reconocido Buffett. [8]

Munger ha escogido la palabra *sabiduría* con toda la intención, porque cree que el mero conocimiento, sobre todo en un único ámbito, no es suficiente. Para ser sabio, uno debe contar también con la experiencia, el sentido común y el buen juicio. Cómo aplica estas cosas en su propia vida es lo que hace sabio a un ser humano.

4

La psicología del error de juicio

Los seres humanos han desarrollado unas reglas muy simples, llamadas *heurísticas* , que les permiten tomar decisiones de manera eficiente. Las heurísticas son esenciales; sin ellas, sería imposible tomar las decisiones requeridas para sobrevivir a un día normal y corriente. Permiten que podamos gestionar la sobrecarga diaria de información y computación, además de ayudarnos a lidiar con el riesgo, la incertidumbre y la ignorancia. Por desgracia, estas heurísticas, en algunos casos, pueden dar como resultado ciertas tendencias que nos empujan a hacer las cosas de una forma disfuncional. Por supuesto, tener una tendencia no es lo mismo que asumir un destino. El hecho de que una persona tenga tendencia a hacer algo no significa que siempre lo acabe haciendo, que no pueda aprender a superar esa inclinación o que toda la humanidad comparta esa misma debilidad. Todo el mundo, incluso Munger, debería tener cuidado de no ser víctima de ciertas tendencias (a menudo disfuncionales).

En concreto, dentro del contexto de las actividades humanas que no formaban parte de nuestro pasado evolutivo como especie (invertir, por ejemplo), las heurísticas pueden ser la causa de incontables errores. El profesor Richard Zeckhauser, a quien Munger admira mucho por sus procesos de toma de decisiones cuando invierte y cuando juega al *bridge* , escribió: «Los individuos tienden a extrapolar las heurísticas de unas situaciones donde tenían sentido a otras donde no lo tienen». [1]

> El sesgo aparece por la naturaleza no matemática del cerebro humano en su estado natural, mientras lidia con las probabilidades

> recurriendo a la cruda heurística; y en muchos casos se acaba engañando. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

¿Por qué ocurre esto? James Montier ha apuntado:

> La cruda realidad es que no estamos adaptados para afrontar el mundo como es hoy en día. Evolucionamos en un entorno muy diferente, y es ese entorno evolutivo ancestral el que gobierna la forma en que pensamos y sentimos. Podemos aprender a transportar nuestra mente a otras formas alternativas de pensar, pero no es fácil, ya que debemos superar los límites al aprendizaje que nos genera el autoengaño. Además, debemos poner en práctica una reformulación de los datos dentro de unas formas más evolucionadas y familiares si queremos procesarlos correctamente. (James Montier, *Darwin's Mind* , 2006.)

Las heurísticas permiten conservar unos recursos mentales y físicos que son escasos, pero ese mismo proceso, que a veces es beneficioso, puede llevar a la gente a errores perjudiciales y sistemáticos.

> Es probable que las tendencias sean mucho más positivas que negativas. De otra forma, no estarían ahí, funcionando bastante bien para los seres humanos, si tenemos en cuenta su condición y su limitada capacidad cerebral. Así, no es posible eliminarlas de manera automática, y tampoco deberíamos hacerlo. Una tendencia no siempre es el destino y, en muchos casos, conocer las tendencias y sus antídotos puede ayudar a prevenir unos problemas que de otro modo se acabarían produciendo. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Una de las formas de comprender mejor a Charlie Munger es vincular su pensamiento con una historia personal. Mi propuesta incluye un acontecimiento importante que me ocurrió hace unos pocos años. Desde hacía algunos meses, tenía un ligero dolor en los músculos del bíceps, cerca de los codos. Mi médico me dijo que seguramente la lesión era el resultado de mis sesiones de levantamiento de pesas. Una noche, en enero de 2013, dormía con un sueño profundo cuando de repente me despertó un dolor bastante más intenso en ambos brazos. De inmediato pensé: «Estoy teniendo un pequeño ataque al corazón. Necesito llegar enseguida

a urgencias». Desperté a mi mujer y le pedí que se vistiera deprisa y subiera al coche. Cuando ya íbamos de camino al hospital, la sensación de dolor en los brazos empezó a desaparecer. En aquel momento empecé a convencerme de que el dolor en los brazos no provenía en realidad de un ataque cardiaco. Estoy seguro de que en mi subconsciente estaba pensando: «Tengo una agenda muy apretada esta semana. No puedo tener un ataque al corazón en este preciso instante. Lo más probable es que el dolor no sea nada. Lo más seguro es que me haya hecho daño en el gimnasio. ¿Quién tiene un ataque al corazón sin sentir dolor en el pecho?». Así que, llegados a aquel punto, le dije a mi mujer: «Quizá deberíamos volver a casa. ¿O vas a insistir en que vayamos al hospital?». Mi mujer insistió y fuimos a urgencias. Podría haber discutido con ella, pero en aquel momento recordé la estrategia de Munger y Buffett para afrontar cualquier riesgo:

> Coge la probabilidad de ganancias multiplicada por la cantidad de las posibles ganancias y réstale la probabilidad de pérdidas multiplicada por la cantidad de las posibles pérdidas. Eso es lo que intentamos hacer. Es imperfecto, pero al final todo consiste en eso. (Warren Buffett, Junta anual de Berkshire, 1989.)

Acudir a urgencias para comprobar el estado de mi función cardiaca era una decisión inteligente porque la cantidad de las posibles pérdidas era enorme, incluso cuando la probabilidad era pequeña (cuando tampoco lo era, teniendo en cuenta los síntomas). Después de pensar en esta fórmula, sabía que tenía que ir al hospital. En este caso, la racionalidad (y mi mujer) vencieron a la negación psicológica, al optimismo y a otras tendencias negativas que afectan al proceso de toma de decisiones. Al final, resultó que el dolor era consecuencia de un pequeño ataque al corazón y, tres días después, entraba en el quirófano para someterme a un triple baipás.

La realidad es que todos nos contamos historias falsas para esquivar la verdad. Incluso si invirtieras mucho tiempo en el estudio de la economía conductual, sólo serías capaz de mejorar tus habilidades de manera residual. Siempre cometerás errores.

Daniel Kahneman, el ganador del Nobel que ha dedicado casi toda su vida profesional a estudiar la economía conductual, ha dicho: «Excepto por algunos efectos que atribuyo en gran parte a la edad, mi pensamiento intuitivo es tan propenso como antes a los excesos de confianza, las predicciones extremas y la falacia de la planificación». [2] Aunque no puedas llegar a ser perfecto, siempre es posible mejorar ligeramente tu capacidad de no cometer errores y obtener una ventaja en el mercado sobre las personas que no entienden las tendencias de Munger y los principios de la economía conductual.

Invertir es un juego de suma inferior a cero debido a las comisiones, los costes y los gastos asociados al mercado. Si estás comprando una inversión, por definición alguien la está vendiendo al mismo tiempo. Así que el comprador o el vendedor está cometiendo un error, salvo si el precio del activo no cambia y el resultado es un empate. En otras palabras, una de las grandes verdades sobre el mundo de la inversión es ésta: para que puedas encontrar un error significativo, tiene que haber alguien que también lo esté cometiendo.

> Los inversores operan dentro de algo que para la mayoría es un juego de suma cero. Aunque es cierto que el valor de todas las empresas suele aumentar con el paso del tiempo gracias al crecimiento económico, que un inversor obtenga un rendimiento superior al mercado implica necesariamente que otro obtiene un rendimiento inferior. (Seth Klarman, carta al Baupost Group, 2005.)

Por ejemplo, si comprendes que la causa de las disfunciones es un fenómeno relacionado con la economía conductual, y la otra persona no tiene ni idea, entonces tienes una posible ventaja. Los mejores inversores en valor dedican mucho tiempo a pensar en las fuentes de los errores emocionales y las disfunciones en los procesos de toma de decisiones. Los errores de otras personas crean oportunidades para el inversor en valor que sigue el sistema de Graham. Como ha señalado el profesor Bruce Greenwald, de la Columbia Business School: «Una gran parte de las finanzas conductuales le dan la razón al dictamen inicial de Graham». [3]

Estudiar a fondo las explicaciones de Munger sobre algunas de las tendencias psicológicas más importantes vale mucho la pena. Munger es muy consciente de que su lista de heurísticas todavía está incompleta. Aconsejo a los lectores que repaséis otros libros y artículos que amplían la lista y que abordéis otras heurísticas, como el cálculo mental, los costes hundidos, la ambigüedad, el remordimiento y la contextualización, por poner algunos ejemplos.

1. Tendencia a una respuesta excesiva de castigo y recompensa

> Casi todo el mundo cree que entiende muy bien la importancia que tienen los incentivos y los desincentivos en los cambios de cognición y comportamiento. Pero lo cierto es que no suele ser así. Por ejemplo, en lo que se refiere a comprender el poder de los incentivos, creo que toda mi vida adulta he estado dentro del 5 por ciento más destacado en mi cohorte de edad, y aun así siempre he subestimado dicho poder. No pasa un año en que no me lleve una sorpresa que me obliga a mejorar mi opinión sobre el superpoder de los incentivos. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

> Nadie lo expresó mejor que Upton Sinclair. Dijo: «Es muy difícil lograr que un hombre crea en no-X cuando su medio de ganarse la vida le exige que crea en X». A un nivel subconsciente, tu cerebro juega contigo y crees que lo bueno para tu pequeño yo interior es lo que deberías creer. (Charlie Munger, Harvard-Westlake School, 2010.)

> La regla de oro de la naturaleza es que recibes tanto como recompensas. Si quieres que vengan hormigas, pon azúcar en el suelo. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2001.)

La tendencia a una respuesta excesiva de castigo y recompensa se relaciona con aquello que los psicólogos denominan *refuerzo* , y los economistas, *incentivos* . Un ejemplo clásico de los efectos problemáticos de esta tendencia a la hora de invertir se produce cuando un asesor financiero es capaz de ganar una gran

comisión de venta por colocar a sus clientes una oferta, como ciertos tipos de rentas anuales. Los incentivos financieros que tiene a su alcance una persona que hasta entonces era generosa y amable, que piensa en sus vecinos y que va a misa los domingos, pueden transformarla en un tiburón de perversas motivaciones. Esta falta de alineamiento entre los incentivos y los intereses es la razón por la que resulta inteligente contratar a un gestor financiero que se gane el sueldo sacando un porcentaje, mientras al mismo tiempo compruebas que no recibe incentivos por venta o reembolsos opacos. Munger ponía otro ejemplo:

> Todo el mundo quiere ser gestor de inversiones, reunir la máxima cantidad de dinero posible, hacer operaciones como un loco, y entonces llevarse las comisiones sin tener que pensar demasiado. Conozco a un tipo increíblemente inteligente, y que es además un inversor muy capaz. Le pregunté: cuando hablas con tus clientes institucionales, ¿cuál es el rendimiento que les dices que puedes obtener? Me dijo: «Un 20 por ciento». No me lo podía creer, porque él mismo sabía que es imposible. Pero entonces añadió: «Charlie, si les doy una cifra más baja, ¡no me darían ni un céntimo para invertir!». El negocio de la gestión de inversiones es una locura. (Charlie Munger, entrevista con Jason Zweig, 2014.)

La historia de Munger me recuerda otra anécdota:

Un sacerdote fallece y está esperando en la cola a las puertas del cielo. Delante tiene a un gestor de fondos, a quien san Pedro pregunta:

—¿Quién eres tú? ¿Qué podrías haber hecho en la vida que me convenciera para dejarte entrar al cielo?

—Soy Joe Smith. He gestionado el dinero de miles de personas —responde el hombre.

San Pedro consulta su lista y le dice al gestor:

—Coge esta túnica de seda y este báculo de oro y entra en el cielo.

Ahora es el turno del sacerdote.

—Soy el padre Joseph Flannigan, en estos últimos tiempos he sido el párroco de San Patricio, en Nueva York.

San Pedro consulta su lista y dice:

—Coge esta túnica de algodón y este báculo de madera y

entra en el cielo.

—Un momento —dice el sacerdote—. Ese hombre era gestor de inversiones… y ha recibido una túnica de seda y un báculo de oro, ¿y a mí sólo me dan unas ropas de algodón y un bastón de madera? ¿Cómo es posible?

—Aquí arriba asignamos los destinos en función de los resultados —dice san Pedro—. Mientras tú dabas misa, la gente roncaba. En cambio, los clientes de ese hombre se ponían a rezar.

Lo más beneficioso para un inversor que quiere evitar problemas como los que Munger describía es un gestor financiero que «coma del mismo plato que cocina» cuando recibe incentivos, lo que hace que sus beneficios y sus sufrimientos vayan a la par de los que obtiene su cliente.

> Un ejemplo de un sistema verdaderamente responsable es el que usaban los romanos cuando tenían que construir un arco. El tipo que había construido el arco se ponía justo debajo mientras retiraban el andamio. Es como tener que prepararte tu propio paracaídas. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 1993.)

Con sólo leer las noticias del día, es fácil encontrar ejemplos del daño que causan a la civilización unos incentivos absolutamente impropios. Nassin Taleb planteó un ejemplo de este problema y su posible solución:

> En lugar de confiar en miles de enrevesadas páginas llenas de normativas, deberíamos imponer el principio básico de que «arriesgas tu propio pellejo» en el caso de las negligencias financieras. «El capitán se hunde con el barco; todos los capitanes, y en todos los barcos.» En otras palabras, nadie debería estar en una posición en que obtiene la ventaja sin compartir también los riesgos, en especial cuando otros podrían verse perjudicados. (Nassim Taleb, 2012.)

Hoy en día, Munger ve este problema reflejado en el hecho de que los contables se han convertido en policías por mandato de la ley y la reglamentación, y todo debido a que los gestores no saben mantenerse alejados de actividades que podrían ser inmorales o ilegales. Imponer que los gestores fueran legalmente responsables

de sus acciones sería un buen punto de partida.

Munger cree que la estructuración de las compensaciones por incentivos resulta fundamental. Si se establece la estructura correcta, entonces puede crearse una red impecable de merecida confianza que reduce los problemas asociados a esta tendencia. Por ejemplo, resulta sorprendente la cantidad de gente que aún es incapaz de reconocer que el rendimiento empeora cuando pagas a alguien por adelantado en vez de cuando completa el trabajo. Debido a los peligros de unos incentivos mal orientados, Munger y Buffett han decidido que ellos son quienes toman las decisiones sobre las compensaciones, mientras que delegan casi todas sus responsabilidades de gestión.

2. La tendencia a gustar y enamorarse

> La admiración causa o intensifica la atracción o el amor. Cuando este «sistema de retroalimentación» está en funcionamiento, las consecuencias suelen ser extremas, en ocasiones hasta pueden causar la autodestrucción deliberada para ayudar al objeto amado. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Munger cree que la gente tiende a ignorar o negar los defectos de las personas a las que quiere, y también que suele distorsionar la realidad para posibilitar ese amor. Cree que, sobre todo, nos dejamos influenciar por las personas que nos gustan, y muy en especial por aquellas a quienes gustamos de una forma sincera. Esta tendencia tiene aspectos claramente positivos para la sociedad, pero muy pocas veces tiene sentido cuando hay que tomar decisiones de inversión. Seguro que tus amigos y familiares te gustan, y que los quieres, pero eso no significa que debas confiarles tu dinero. Prestar dinero a la familia es peligroso. Siempre suele ser mucho mejor limitarse a regalar el dinero a los amigos o los parientes que pasen por un momento de necesidad; o, si decides prestárselo, no esperar que te lo devuelvan algún día.

Los amigos y familiares que reciben un dinero en préstamo suelen desarrollar una memoria a corto plazo muy selectiva, y hasta confusa. Encontramos otro ejemplo de esta tendencia cuando la gente se enamora de una empresa y comete errores de inversión como resultado de esa atracción. Incluso si adoras la empresa donde trabajas, es muy arriesgado tener gran parte de tus ahorros en acciones de una sola compañía. Algunas empresas se aprovechan de esta tendencia cuando envían a sus comerciales a vender sus productos a las personas que han conocido en una fiesta. Las reuniones de táperes son un clásico ejemplo de este principio en acción.

Una forma muy valiosa de contener esta tendencia es rodearse de personas inteligentes que no tengan miedo a discrepar contigo. A Munger le gusta decir que un año en que no cambias de opinión sobre algún tema o idea que te parecía importante es un año echado a perder.

3. La tendencia a desagradar y odiar

> Evita la maldad, sobre todo si adopta la forma de los atractivos miembros del sexo opuesto. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2004.)

La tendencia a odiar es opuesta a la anterior. Munger cree que la vida es demasiado corta para hacer negocios con personas que no te gustan. También se niega a invertir en ciertas empresas que venden bienes o servicios que no le gustan por motivos éticos. Como ejemplo, Munger y Buffett evitan las inversiones en casinos.

Munger cree que, en algunos casos, la tendencia al odio acaba siendo disfuncional incluso si ignoras sus aspectos éticos. Por ejemplo, que un candidato a un puesto de trabajo haya acudido a una universidad rival no debería afectar a tu decisión de contratarlo. Tener en cuenta un factor como ése es, simplemente, no ser racional. En otras palabras, a Munger le parece sensato

juzgar y pronunciarse sobre una empresa o una persona por razones éticas, pero hay que tener cuidado de no hacer lo mismo por asociaciones irracionales. La familia tampoco se libra de la tendencia al odio. Munger citaba a Buffett al hablar de esta cuestión: «Una gran diferencia entre las personas ricas y las pobres es que las ricas pueden invertir más tiempo en demandar a sus familiares». [4]

Los profesionales de la obediencia, entre ellos algunos políticos y líderes religiosos, han aprendido a manipular a las personas para que tomen ciertas decisiones aprovechando esta tendencia. Si alguien intenta manipular tu comportamiento, deberías actuar con racionalidad y separar tus sentimientos hacia una cosa concreta del resto de tus emociones hacia todo lo demás que esté relacionado. Si parece que le gustas a alguien, o que te admira, sería propio de tramposos asegurarse su docilidad con algo que desea. La habilidad necesaria para descubrir si una persona es auténtica se adquiere con la experiencia; el origen del buen juicio se encuentra normalmente en otras experiencias relacionadas con malas decisiones. Algunas personas parecen no aprender nunca y otras parecen haber nacido con la capacidad para juzgar bien, en lo que es uno de los grandes misterios de la vida.

4. La tendencia a evitar las dudas

> [Resulta] contraproducente para un animal de presa que está amenazado por un depredador pasarse mucho tiempo decidiendo lo que tiene que hacer. (Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack* , 2005.)

Los investigadores creen que la tendencia a evitar las dudas aparece porque, si una persona rechaza sus momentos de indecisión, puede reducir la carga de procesamiento que su cerebro debe soportar. Daniel Kahneman cree que esta tendencia es una actividad de Sistema 1, que Michael Mauboussin describió de este

modo: «El Sistema 1 es un sistema de experiencias. Es rápido. Es veloz. Es automático y realmente difícil de controlar. El Sistema 2 es tu sistema de análisis: lento, significativo, deliberado, pero maleable».[5] En lo referente a las inversiones, evitar las dudas puede meter a una persona en serios problemas. Un ejemplo es la gente que pensó: «¿Por qué investigar a un gestor de activos como Bernard Madoff cuando evitar las dudas es mucho más sencillo? Al fin y al cabo, ha gestionado el dinero de muchas personas importantes. Seguro que ellos investigaron a fondo sus operaciones y sus antecedentes».

La confianza de los emprendedores, que se alimenta precisamente de evitar las dudas, crea unos beneficios positivos para el conjunto de la sociedad al generar productividad y crecimiento en la economía, incluso si hay legiones de ellos que fracasan en su intento. Nassim Taleb lo expresaba así: «La mayoría de vosotros fracasaréis, os perderán el respeto, os empobreceréis, pero os damos las gracias por los riesgos que estáis asumiendo y los sacrificios que estáis haciendo por el bien del crecimiento económico del planeta y por sacar a otros de la pobreza. Sois la fuente de nuestra antifragilidad. Nuestra nación os da las gracias».[6]

5. La tendencia a evitar la incoherencia

> El cerebro del hombre conserva espacios a desarrollar por su reticencia a los cambios. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

La gente es reticente a los cambios cuando recibe información nueva que entra en conflicto con sus creencias existentes. La tendencia a evitar la incoherencia es otra heurística que suele ser muy útil, porque empezar cada nuevo día con la mente completamente limpia requeriría demasiada potencia de procesamiento. Por desgracia, como ocurre con todas las heurísticas, lo que muchas veces resulta muy útil puede ser

perjudicial en otras situaciones. Los efectos adversos de esta tendencia pueden agravarse cuando aparece en combinación con la ya mencionada tendencia a evitar las dudas. El deseo de resistirse a modificar las opiniones y creencias ya existentes es especialmente fuerte si la persona ha invertido un gran esfuerzo en llegar a esas conclusiones, o bien si el cambio tiene como resultado una situación desagradable. Ésta es una de las principales razones por las que el progreso, en muchas profesiones, tiende a avanzar «funeral a funeral». Un ejemplo de este fenómeno puede observarse en muchas empresas que se negaron a aceptar que los ordenadores o los móviles representaban una amenaza para sus negocios.

La inexistencia de la aversión a la incoherencia entre ciertas personas es muy beneficiosa para la sociedad. Por ejemplo, los fundadores de empresas que no están casados con las ideas del pasado a veces crean otras empresas nuevas e innovadoras con mucha más facilidad. Por poner un ejemplo diferente, un directivo puede aferrarse a una idea que ha defendido en público, incluso después de que los hechos demuestren que es falsa. Una forma de evitar este problema es tener mucho cuidado con lo que dices en público. Asimismo, sé consciente de que, después de decir algo en público, quizá seas incapaz de ver las pruebas que apuntan en otra dirección. Me viene a la mente una frase de Mark Twain sobre esta tendencia: «Todo lo que necesitas en esta vida es ignorancia y confianza; con ellas tienes el éxito asegurado». [7] Hay emprendedores que no saben lo suficiente como para entender que una cosa no puede llevarse a cabo, así que de vez en cuando acaban haciendo algo que resulta completamente inesperado. Como dice el viejo proverbio, hasta una ardilla ciega encuentra una nuez de vez en cuando.

6. Tendencia a la curiosidad

> La curiosidad puede ofrecernos tanta diversión como sabiduría, y algunos problemas de vez en cuando. (Charlie Munger,

Poor Charlie's Almanack , 2005.)

> Nací con una curiosidad innata. Si no os parece bien, encontrad una maldita forma de que os lo parezca. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2010.)

> La experiencia parece confirmar la antigua creencia de que, en unas pocas ocasiones a lo largo de toda una vida, estar preparado, actuar sin demora a una escala oportuna y hacer algo que sea sencillo y lógico suele mejorar de manera espectacular los resultados financieros que se obtienen a lo largo de esa misma vida. Esas buenas y escasas oportunidades, claramente reconocibles como tales, suelen presentarse a la persona que busca y espera continuamente, y que tiene un cerebro curioso que disfruta de los diagnósticos con múltiples variables. Y, entonces, todo lo que se necesita es la predisposición a apostar fuerte cuando las oportunidades son muy favorables, usando los recursos disponibles como resultado de la prudencia y la paciencia en el pasado. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 1996.)

Hay muchas cosas en la vida que implican contrapartidas y concesiones: una fuente de bondad también puede ser una fuente de maldad. Esas inevitables contrapartidas también se aplican a la curiosidad, y no hay nada como los fracasos y los errores para enseñar a una persona la forma correcta de abordar la curiosidad. El inversor inteligente desarrollará una especie de músculo de memoria asociado a la curiosidad a partir de sus experiencias reales. La curiosidad en la vida y la contención en las decisiones difíciles forman parte de la manera de entender las cosas de Munger. Buscar más información sobre un tema, incluso cuando no tiene un valor en el presente, es una motivación natural del ser humano. Alguien podría especular que poseer esa información aporta un valor opcional. Sin embargo, el precio de un exceso de curiosidad puede ser elevado. Encontrar el equilibrio correcto en las cosas que implican sacrificios y riesgos, como la curiosidad, es una parte esencial de la sabiduría adquirida.

Un ejemplo de un problema que surge del exceso de curiosidad podría ser el caso de un magnate que quisiera descubrir si es la persona que por fin obtendrá beneficios a largo plazo en el sector de las aerolíneas. Hay un viejo chiste sobre esta idea:

«¿Cómo convertirse en millonario? Empieza como multimillonario y cómprate una aerolínea». El propio Buffett bromea con que tiene un número de teléfono gratuito al que puede llamar siempre que siente la necesidad de invertir en aerolíneas, para disuadirlo al instante de sus intenciones. La curiosidad también puede provocar que un inversor se involucre en demasiadas actividades o que el propietario de una empresa ofrezca demasiados productos o servicios, y que al final fracase por no proveer ninguno. Los creadores de empresas emergentes pueden acabar «pivotando» una y otra vez (o sea, cambiando el modelo o la categoría de negocio) hasta caer en el olvido si demuestran un exceso de curiosidad. Al mismo tiempo, la curiosidad puede conducir a la obtención de logros importantes para una empresa. Encontrar el equilibrio correcto en un tema como la curiosidad requiere tener buen juicio.

7. La tendencia a la justicia kantiana

> El hombre culto moderno exhibe y espera de los demás una gran dosis de justicia. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 2005.)

> El deseo de una justicia perfecta causa muchos problemas terribles en el funcionamiento del sistema. Algunos sistemas deberían ser injustos de manera deliberada para ciertas personas, porque así serían más justos con todos nosotros. (Charlie Munger, Universidad de California, Santa Bárbara, UCSB, 2003.)

> Tolerar un poquito de injusticia para algunos a cambio de obtener una mayor justicia para todos es un modelo que os recomiendo a todos vosotros. (Charlie Munger, UCSB, 2003.)

Los seres humanos actuarán en muchas situaciones de una forma irracional para castigar a las personas que no son justas. En otras palabras, los inversores pueden actuar irracionalmente cuando se les presenta una situación que consideran injusta. Por ejemplo, algunas personas preferirían perder dinero en una

inversión antes que ver a otra beneficiarse de una injusticia. Esta tendencia también puede aparecer cuando, en ciertos casos, la gente rechaza sistemas que no son justos para un individuo, incluso a pesar de que el sistema en cuestión sea lo mejor para un grupo o una sociedad. Munger señala una regla concreta de la Marina de Estados Unidos, que dicta que tu carrera ha terminado si cometes un error garrafal (por ejemplo, si el barco queda encallado), incluso si no ha sido culpa tuya. Cree que la regla es buena para la sociedad porque crea los incentivos para que el oficial de la Marina se asegure de que nunca ocurre nada semejante, a pesar de que quizá sea injusto para ese individuo en concreto. Sin embargo, a mucha gente le cuesta aceptar algo así por la heurística de la justicia, a pesar de que sea correcto desde un punto de vista meramente lógico.

8. La tendencia a la envidia y los celos

> Un miembro de una especie diseñada a través de un largo proceso evolutivo para buscar fuentes de alimento escasas en la naturaleza sentirá la imperiosa necesidad de abalanzarse sobre ellas en cuanto las vea. Eso va a ocurrir a menudo y tiende a crear conflictos cuando el alimento está en posesión de otro miembro de la misma especie. Éste es posiblemente el origen evolutivo de la tendencia a la envidia y los celos que está tan arraigada en la naturaleza humana. (Charlie Munger, Universidad del Sur de California, USC, 1994.)

> La idea de sentirse afectado porque alguien está ganando dinero más rápido [que tú] es uno de los pecados capitales. La envidia es un pecado realmente estúpido, porque es el único que no va a proporcionarte la menor diversión. Hay mucho dolor y muy poca diversión. ¿Por qué querrías subirte a ese carro? (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2003.)

> Perdernos alguna oportunidad nunca nos ha preocupado lo más mínimo. ¿Qué problema hay con que alguien se haga un poco más rico que tú? Es una estupidez preocuparse por algo así. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2003.)

> Voy a contar una verdad con la que el típico asesor financiero no estará de acuerdo: si estás muy satisfecho con tu riqueza y alguien se está enriqueciendo más rápido que tú, por ejemplo, invirtiendo en acciones que tienen mucho riesgo, ¿cuál es el problema? Siempre habrá alguien que se haga rico más rápido que tú. No es ninguna tragedia. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2000.)

> Bueno, la envidia y los celos dan forma a ¿qué?, ¿dos de los Diez Mandamientos? Aquellos que habéis tenido hijos sabéis unas cuantas cosas de la envidia, ¿y habéis intentado dirigir un bufete de abogados o un banco de inversión o incluso una facultad? He oído decir a Warren en más de una docena de ocasiones: «No es la avaricia la que mueve el mundo, sino la envidia». (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

> Recuerda, [Moisés] dijo que ni siquiera puedes codiciar el burro de tu vecino. (Charlie Munger, entrevista en la CNBC, 2014.)

Los peligros de la envidia son uno de los temas recurrentes de Munger, como muy bien puede verse en esta larga acumulación de declaraciones. Cree que la envidia es una emoción tan poderosa porque, durante la mayor parte de la historia humana, la gente ha vivido en un entorno en que la escasez extrema era la situación habitual. Cuando una persona ve a alguien que posee algo que ella no tiene, se desencadenan nuestras emociones más primarias, lo cual suele dar lugar a acciones y pensamientos disfuncionales. La envidia es una emoción diseñada para motivar a las personas a obtener nuevas cualidades y posesiones que incrementan la adecuación evolutiva. En el presente, cuando ya hay menos escasez en el mundo, la envidia ha perdido gran parte de su valor. En vez de motivar a la gente para mejorar su adecuación evolutiva, sólo nos convierte en unos infelices. La opinión de Munger sobre la envidia es simple: nada bueno sale de ella. Cree que la envidia es una emoción completamente inútil que cualquier persona debería tratar de evitar a toda costa.

De la envidia se derivan problemas muy importantes, ya que los seres humanos se exponen más al riesgo cuando codician el éxito económico de otras personas. La bolsa no va a ofrecerte un descapotable la semana que viene sólo porque tu vecino se ha

comprado uno y tú tienes envidia. Toda clase de personas, con sus propios intereses, apuntarán a las posesiones materiales de los demás para intentar convencerte de que cumplas sus exigencias. Decir no a la envidia es la mejor estrategia.

9. Tendencia a la reciprocidad

> Desde hace tiempo, la tendencia automática de los humanos a corresponder los favores y las aversiones se considera muy extrema. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

El profesor Robert Cialdini ha señalado: «La gente te ayudará si te debe un favor por algo que hiciste en el pasado para reforzar *sus propios* objetivos. Ésa es la norma de la reciprocidad». [8] Lo contrario también es cierto si has hecho algo que ha afectado negativamente a otra persona. La necesidad de corresponder favores y aversiones es tan poderosa que, cuando una persona te sonríe, es muy difícil no devolverle el gesto. El sentimiento de deuda que tienen los humanos cuando reciben un regalo suele causar que mucha gente se sienta incómoda hasta que puede liquidar la deuda. La necesidad de corresponder el favor para cancelar la deuda es tan fuerte que puede llegar a provocar que alguien ofrezca más de lo que debería si el proceso fuera totalmente racional. En otras palabras, el deseo de reciprocidad tiene como resultado, en muchos casos, un intercambio desigual de valor. Los profesionales de la obediencia han aprendido a usar este sentimiento de reciprocidad a su favor. Por ejemplo, una persona que recauda fondos para los Hare Krishna ha aprendido a ofrecer un «regalo», como una flor, cuando se acerca a un desconocido para pedirle que haga una donación. La oferta de fines de semana gratis en un bloque de apartamentos multipropiedad tiene una función parecida cuando los comerciales la presentan a los posibles compradores. El vendedor de fondos que regala una comida «gratis» quiere que la persona que asiste a la presentación le

corresponda con gran desproporción. Por añadidura, la persona que aproveche la comida gratis pero que no muerda el anzuelo y rechace entrar en el fondo de inversión quizá reciba el apelativo de «gorrón» por parte del vendedor.

10. La tendencia a la influencia por mera asociación

> Piensa en cómo funciona la asociación, la simple asociación. Veamos el caso de Coca-Cola Company (somos sus principales accionistas). Quieren que la gente asocie la marca con todas las imágenes maravillosas del mundo: los héroes de las Olimpiadas, una música increíble... No quieren que las personas asocien la marca con los funerales de los presidentes y otras cosas parecidas. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Los humanos están programados para buscar patrones. Buscan esos patrones para obtener lo que les parece una orientación para tomar mejores decisiones. Por ejemplo, cuando un actor famoso anuncia los servicios de una empresa financiera en televisión, es muy probable que no tenga ni idea de cómo funciona el mundo de las inversiones; sin embargo, la mayoría de la gente responderá de forma positiva sólo porque asocia al actor con cosas buenas, como sus cualidades interpretativas. Por desgracia, la gente se deja confundir por simples asociaciones con demasiada facilidad, lo que puede llevar a errores en el momento de invertir. Esta tendencia es similar a la del enamoramiento, aunque aquí sólo hace falta que se produzca una asociación. La tendencia al enamoramiento está más relacionada con la incapacidad para ver los defectos de las personas que nos gustan. Con la teoría de la asociación, el profesional de la obediencia quiere que acabes haciendo algo como comprar un servicio financiero sólo porque te lo recomienda un actor famoso. Como los profesionales de la obediencia saben que se trata de una debilidad humana, los publicistas se gastan enormes cantidades de dinero para asociar sus productos y servicios con

imágenes favorables. Munger cree que los publicistas quieren que los clientes respondan a las imágenes de forma similar al perro de Pavlov. Por ejemplo, See’s Candies quiere que asocies sus productos con recuerdos agradables del pasado. Asimismo, que la gente sienta que un anillo de compromiso de Acme no tiene el mismo valor que un anillo de compromiso de Tiffany no es accidental. Sin embargo, que un famoso te recomiende una inversión no debería tener el menor impacto en tu decisión.

La influencia de las asociaciones también puede producirse a la inversa, como en el caso de una persona relacionada injustamente con un suceso desagradable del que no es responsable. Un ejemplo de lo anterior sería el síndrome del mensajero persa (lo que también se conoce como «culpar al mensajero»). Este síndrome representa un gran peligro porque los seres humanos, y en muchos casos los ejecutivos o los políticos, se rodean de personas que sólo les dicen lo que quieren oír. Munger señaló a Bill Paley, de la CBS, como ejemplo de una persona que decide rodearse de una burbuja de fantasía y que, en consecuencia, sufre un importante fracaso empresarial.

11. Negación psicológica para evitar el dolor

> Todos deberíamos asumir la realidad, incluso cuando no nos gusta. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2000.)
>
> Un amigo de la familia tenía un hijo superatleta y superestudioso que despegó de un portaviones en el Atlántico Norte y nunca más regresó, y su madre, que era una mujer muy juiciosa, nunca llegó a creer que hubiera muerto. Y, por supuesto, si enciendes el televisor, te encontrarás con las madres de los criminales más descarados que el ser humano pueda imaginar, y todas pensarán que sus hijos son inocentes. No es más que negación psicológica. La realidad se vuelve demasiado dolorosa como para poder soportarla, así que la distorsionas hasta que te parece llevadera. Todos lo hacemos hasta cierto punto, y es un error de juicio psicológico muy habitual que causa unos problemas terribles.

(Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

> Una proyección preparada por cualquiera que pueda agenciarse una comisión o por un ejecutivo que intenta justificar una dirección concreta de la empresa es, con demasiada frecuencia, una gran mentira, aunque no sea una mentira deliberada en la mayoría de los casos. Ese hombre ha llegado a creérsela él solito. Y eso es lo peor. Hay que acercarse a las proyecciones con mucha precaución, sobre todo cuando te las presenta una persona que tiene un interés en engañarte. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 1995.)

> La incapacidad para gestionar la negación psicológica es una de las formas más habituales de arruinarse. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

La gente odia escuchar malas noticias o cualquier cosa que no encaje con sus opiniones y conclusiones actuales. Por esta razón, si algo puede ser doloroso, el cerebro humano suele ponerse a trabajar para negar la realidad. Daniel Kahneman, psicólogo ganador del Nobel, cree que «[la gente ni siquiera invierte] la cantidad más ridícula para intentar descubrir lo que en realidad ha hecho mal; y no es accidental: no lo quieren saber».[9] Por ejemplo, los inversores inteligentes deberían haber sabido que el fondo de Bernard Madoff no podía generar unos beneficios tan asombrosos de manera sostenida en el tiempo. ¿En qué pensaban los inversores de Madoff cuando un mes tras otro recibían unos estados financieros tan positivos y con tan poca volatilidad? Los inversores estaban tan contentos con los resultados impresos en los documentos que Madoff les hacía llegar que entraron en un estado de negación psicológica. Incluso un profesor que había escrito un libro sobre la ingenuidad fue una de las víctimas del esquema Ponzi de Bernard Madoff.

Un ejemplo muy habitual de negación psicológica se produce cuando la gente hace proyecciones sobre posibles inversiones. Algunas veces, curiosamente, cuantos menos datos corroboran una historia bien contada, más creíble les parece a ciertos inversores. Sólo cuando los hechos reales empiezan a salir a la superficie estas personas comienzan a poner la historia en duda. Daniel Kahneman

señalaba esta cuestión: «Es demasiado fácil contar historias que en retrospectiva den sentido a tu propia vida». [10] Ésta es la razón por la que es tan peligroso vender en corto las denominadas *acciones con historia* . Otro ejemplo que Munger ha citado para ilustrar la tendencia a la negación psicológica en el mundo del trabajo es el de los académicos que se enamoran de la belleza de las matemáticas. Las matemáticas de la certeza (o sea, la trigonometría o la geometría) están mucho mejor planteadas que el caótico mundo de la estadística o de la toma de decisiones en situaciones de incertidumbre. El amor por estas bonitas matemáticas puede causar que algunos académicos ignoren que las conjeturas que conforman la base de sus cálculos tienen unos cuantos defectos.

12. Tendencia a un excesivo amor propio

> No nos gusta la complejidad y desconfiamos de otros sistemas, y pensar las cosas muchas veces conduce a una falsa confianza. Cuanto más trabajas, más confianza tienes. Pero puede que estés trabajando mucho en algo que es falso. (Charlie Munger, *Seeking Wisdom* , 2003.)

La gente suele sobrestimar enormemente sus propias capacidades: un gran problema para muchos inversores y una de las principales razones por las que permanecer dentro del círculo de competencia es tan importante. Este libro ha repetido varias veces que la forma más efectiva de reducir los riesgos es saber lo que estás haciendo. Para ser un verdadero experto, resulta necesario conocer los límites de las propias capacidades. Por desgracia, las cosas no suelen ser así demasiado a menudo. Daniel Kahneman opina: «La confianza es un sentimiento determinado sobre todo por la coherencia de la historia y por la facilidad con la que viene a la mente, incluso cuando los datos que respaldan la historia son escasos y poco fiables. El sesgo hacia la coherencia

favorece los excesos de confianza. Un individuo que expresa una gran confianza seguramente tiene una buena historia, que puede ser cierta o no». [11]

Según sus respuestas a una encuesta, el 70 por ciento de los estudiantes decía que sus dotes para el liderazgo estaban por encima de la media, y sólo el 2 por ciento decía estar por debajo en comparación con sus compañeros. [12] Al puntuar sus cualidades atléticas, el 60 por ciento decía estar por encima de la media y sólo el 6 por ciento por debajo. Las empresas no son inmunes a esta tendencia a un excesivo amor propio, incluidas las que componen la cartera de Berkshire:

> [GEICO] llegó a creer que, como estaba ganando tanto dinero, lo sabía todo. Y sufrió unas pérdidas devastadoras. Todo lo que tuvieron que hacer fue atajar todas aquellas estupideces y volver al negocio maravilloso que había ahí debajo. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Cuando señalaba la importancia de esta tendencia, Munger recordaba que en Suecia más de la mitad de los conductores cree que sus habilidades al volante son mejores que las de la media:

> Los asesores financieros consiguen que los conductores suecos parezcan unos depresivos. La práctica totalidad de los asesores financieros sostiene en público que está por encima de la media, sin prestar la menor atención a las pruebas que dicen lo contrario. (Charlie Munger, discurso a los directivos de la fundación, 1998.)

Los inversores también comparten estos excesos de confianza. En 2012, un gran grupo dedicado a los fondos de inversión publicó una encuesta cuyos resultados indicaban que el 91 por ciento de sus profesionales en activo creía que superaría o, como mínimo, igualaría el rendimiento del mercado durante el año siguiente. [13] Y eso, por supuesto, es matemáticamente imposible.

13. Tendencia al excesivo optimismo

> En el siglo VI a.C., Demóstenes apuntó que «un hombre se cree lo que desea». Y en las autoevaluaciones sobre el propio talento y las posibilidades de éxito en el futuro, tal como Demóstenes predijo, la gente demuestra un ridículo exceso de optimismo. (Charlie Munger, *Philanthropy* , 1999.)

El optimismo excesivo del inversor y su malvado hermano gemelo, el exceso de pesimismo, son los que convierten al Señor Mercado en un paciente bipolar. La buena noticia para las personas que pueden mantener su nivel de entusiasmo dentro de los límites de la racionalidad es que los impredecibles —pero inevitables— vaivenes entre ambos estados crean oportunidades para los inversores de valor. Conservar un optimismo racional mientras el mercado entra en un torbellino es muy difícil. Sólo un pequeño número de personas son capaces de hacerlo. Incluso los expertos que han dedicado su vida a estudiar la economía conductual pueden ser víctimas de la tendencia al exceso de optimismo o pesimismo. Por ejemplo, el ganador del Nobel Daniel Kahneman escribió lo siguiente:

> Uno de nuestros sesgos es que también podemos ignorar las lecciones de la experiencia. Un grupo de personas que recopilan un informe calcularán que pueden hacerlo en un año, a pesar de que otros informes muy parecidos han requerido a otros grupos un plazo de trabajo de cinco años. [...] Cuando empecé el libro, le dije a Richard Thaler (el autor de *Un pequeño empujón* [Taurus, 2017]) que tenía dieciocho meses para terminarlo. Se rio como un histérico y me dijo: «Tú has escrito ya sobre ese tema, ¿no? No vas a ir tan deprisa como esperas». «¿Al final cuánto tiempo te llevó escribir el libro?», le pregunté. «Cuatro años, y fue muy doloroso.» [14]

Si una persona que ha dedicado su vida a estudiar los procesos disfuncionales de toma de decisiones acaba siendo víctima de los mismos problemas que investiga (o sea, el exceso de optimismo), es que esta tendencia tiene una fuerza abismal.

14. Tendencia a la reacción excesiva

frente a la privación

> El síndrome humano de la reacción excesiva a la privación es una de las causas de las mayores tragedias, porque la cognición de la persona está distorsionada como resultado del sufrimiento que le producen las pérdidas y las derrotas que parecían victorias. (Charlie Munger, Facultad de Derecho de Stanford, 1998.)

> Tu cerebro no sabe por naturaleza cómo hay que pensar para jugar al *bridge* como lo hace Zeckhauser. Por ejemplo, la gente no reacciona de forma simétrica a las pérdidas y las ganancias. Bueno, quizá un gran jugador de *bridge* como Zeckhauser sea capaz de hacerlo, pero se trata de una respuesta adquirida. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

> Quiero decir… la gente se vuelve realmente loca ante cualquier mínimo descenso o caída. […] Las mayores locuras pueden ser el resultado de sobrestimar de manera inconsciente la importancia de la cantidad que están perdiendo o de lo que estaban a punto de conseguir y al final no pudo ser. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

La tendencia a la reacción excesiva ante la privación se conoce generalmente como *aversión a la pérdida* , y puede causar que los inversores eviten el riesgo de un modo irracional cuando se les presenta una posible ganancia, y que, en cambio, busquen el riesgo de manera impulsiva cuando hay una posibilidad de pérdida. En otras palabras, la gente suele ser demasiado conservadora cuando persigue los beneficios y demasiado agresiva cuando trata de evitar las pérdidas. La idea a recordar es que esta tendencia es la causa de que los inversores hagan cosas como vender sus acciones demasiado pronto o conservarlas demasiado tiempo. Es muy frecuente que los inversores se aferren a unas acciones que les hacen perder dinero con la esperanza de que el precio vuelva a subir de algún modo y, así, poder salvar los muebles. En otro ejemplo de esta tendencia, muchos inversores se quedaron tan traumatizados por sus pérdidas en la bolsa tras la crisis financiera de 2007 que no supieron aprovechar el posterior ascenso imparable de los mercados.

> Una de las aportaciones más importantes de la teoría prospectiva al mundo de las finanzas es la aversión a la pérdida; la idea de que, para la mayoría de la gente, las pérdidas adquieren más importancia que las correspondientes ganancias. Las pruebas empíricas sugieren que sentimos las pérdidas con una intensidad entre dos veces y dos veces y media superior a la que sentimos con las ganancias. (Michael Mauboussin, *Aver and Aversion* , 2005.)

Un buen ejemplo de las actitudes disfuncionales que genera la aversión al riesgo puede verse en los hipódromos. Tal como va avanzando la jornada, la gente que apuesta en las carreras va poniendo más dinero en los caballos con menos probabilidades de ganar. Este fenómeno se produce porque la mayoría ha perdido dinero, ya que, como las probabilidades están a favor de la casa, el hipódromo siempre tiene la ventaja. Como las personas tienen aversión a las pérdidas, a medida que avanza la jornada apuestan a caballos con pocas probabilidades, con la esperanza de poder recuperar el dinero y quizá obtener una ganancia antes de volver a casa.

15. Tendencia a la aprobación social

> Los grandes hombres de negocios se meten en estas corrientes de aprobación social. ¿Os acordáis, hace unos años, cuando una empresa petrolífera compró una empresa de fertilizantes, y casi todas las grandes petrolíferas salieron corriendo y compraron empresas de fertilizantes? Y la única maldita razón para que todas esas petroleras compraran empresas de fertilizantes era que no sabían exactamente lo que querían hacer, y que, si Exxon lo hacía, también debía ser bueno para Mobil, y viceversa. Creo que a día de hoy todas han desaparecido, pero fue un desastre total. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

> Todo esto me recuerda a una paradoja observada por Ben Graham, cuando señalaba que, al invertir, las buenas ideas causan más daños que las malas. Tenía razón. A todos nos resulta muy sencillo coger una idea realmente buena y llevarla hasta los excesos más miserables, como en el caso de la burbuja inmobiliaria de Florida o las acciones de las empresas del Nifty Fifty. Entonces,

> añade a la mezcla un poco de aprobación social (de otros expertos), y las mentes pensantes (incluidas las nuestras) acaban hechas papilla. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Los humanos tienen una tendencia natural a seguir al rebaño. En otras palabras, como los humanos no disponen de tiempo ilimitado ni de información completa, suelen copiar el comportamiento de sus congéneres. Cialdini lo expresaba de este modo: «Uno de los medios que utilizamos para determinar lo que es correcto consiste en descubrir lo que es correcto para otras personas. Consideramos que una actitud determinada resulta más adecuada [...] en función de si vemos a otras personas que la ponen en práctica». [15]

La tendencia a la aprobación social es una causa fundamental de las burbujas financieras. Los defraudadores recurren muy a menudo a esta tendencia. Por ejemplo, Bernie Madoff era un maestro usando la tendencia a la aprobación social para conseguir que los inversores le entregaran su dinero. Se esforzó mucho para que la gente supiera que gestionaba el dinero de personas famosas que estaba visto como «dinero inteligente». Una de las extrañas verdades de esta vida es que la gente suele seguir a los famosos en sus inversiones, a pesar de que la celebridad en cuestión no sea en absoluto conocida por sus habilidades financieras. Aprender a ignorar a la gran masa y pensar de forma independiente es una respuesta adquirida.

Munger es un gran defensor del pensamiento independiente cuando hay que invertir. Respecto a esta cuestión, vale la pena recordar la idea de Seth Klarman de que una persona que sigue los principios de Graham es como un matrimonio entre una calculadora y un inversor a contracorriente. Seguir a la masa buscando la aprobación social se traduce en que es matemáticamente imposible obtener un rendimiento superior al mercado. El pensamiento independiente puede ofrecer una oportunidad de arbitrar la tendencia a seguir a la masa. A veces, las ganancias se consiguen girando a la izquierda, cuando la masa va a la derecha, si ves una operación en que las opciones están claramente a tu favor. No basta con ir a contracorriente; para

poder vencer a los mercados, también debes tener la razón de tu parte en la magnitud de los resultados positivos.

16. Tendencia a malinterpretar los contrastes

> Como el sistema nervioso del hombre no mide de forma innata en unidades científicas absolutas, debe basarse en algo más sencillo. Los ojos tienen una solución que limita sus necesidades de programación: el contraste entre lo que ven y lo que registran. Y, como con la vista, pasa más o menos lo mismo con el resto de los sentidos. Además, con la percepción también aparece la cognición. El resultado es la tendencia humana a reaccionar erróneamente al contraste. Pocas tendencias psicológicas hacen más daño a los procesos correctos de razonamiento. Los daños a pequeña escala incluyen situaciones como un hombre que compra un carísimo salpicadero de cuero valorado en más de 1.000 dólares porque el precio es muy bajo en comparación con los 65.000 dólares que ya se está dejando en el coche. Los daños a gran escala destrozan vidas enteras, como cuando una mujer maravillosa con unos padres horribles se casa con un hombre que sólo puede considerarse adecuado en comparación con los padres de la chica. O cuando un hombre se casa por segunda vez, y su nueva esposa sólo parece correcta en comparación con la primera. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Como ejemplo de esta tendencia, Munger señala a los agentes inmobiliarios que primero enseñan a sus clientes propiedades poco atractivas a unos precios muy hinchados para aumentar las probabilidades de que compren otra casa que verán más adelante, y que también se vende a una cantidad desorbitada. En otras palabras, si tu agente inmobiliario empieza el recorrido con una propuesta horrible, es muy probable que esté preparando el terreno para endosarte lo que vendrá a continuación. Nadie debería comprar una inversión sólo porque sea mejor que la chapuza que acaba de ver o poseer. De forma similar, el activo que compres debería ser la mejor inversión de todas las que están a tu

disposición, en cualquier parte. Por ejemplo, el hecho de que Y sea una acción mejor que X no nos proporciona suficiente información para tomar una decisión de inversión. ¿Es Y la mejor inversión de todas las que podrías hacer, en todos los mercados? Ver el mundo a través de una lente coste-oportunidad es una idea muy sencilla, pero que muchas veces se ignora.

17. Tendencia a dejarse influenciar por el estrés

> Aquí mi ejemplo favorito es el gran Pavlov. Tenía a todos aquellos perros en sus jaulas, condicionados en comportamientos modificados, y entonces se produjo la gran inundación de Leningrado, y el agua empieza a subir y el perro está dentro de una jaula. Y el perro tiene tanto estrés como puede tener un perro en toda su vida. Y el agua empieza a bajar justo a tiempo para poder salvar a algunos perros, y Pavlov se dio cuenta de que habían sufrido una regresión total de su personalidad condicionada. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995)

Un poco de estrés puede mejorar el rendimiento. Sin embargo, las personas sometidas a un estrés excesivo suelen tomar decisiones verdaderamente terribles. Por ejemplo, un comercial decidido a cumplir sus objetivos puede provocar que la gente cometa grandes errores en sus inversiones cuando rodea la venta de un ambiente de estrés. Uno de los ejemplos más infames de esta estrategia es la venta de una multipropiedad en un bloque de apartamentos. En muchos casos, un vendedor aparentemente amable trabaja en colaboración con una persona experta en añadir estrés a la situación (el clásico método del «poli bueno/poli malo»). Preferiría que me cayera un bloque de hormigón en el pie antes que aceptar un fin de semana gratis en un bloque de multipropiedad. No tomes decisiones en situaciones de estrés. Es así de simple.

18. Tendencia a conceder un valor excesivo a la disponibilidad

> El gran algoritmo que hay que recordar para abordar esta tendencia es sencillo: una idea o un hecho no tiene más valor sólo porque esté fácilmente a tu disposición. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Los inversores tienen tendencia a tomar decisiones basándose en las cosas que recuerdan con facilidad. Cuanto más memorable, vívido y gráfico sea el acontecimiento, hecho o fenómeno en cuestión, más probabilidades hay de que el inversor lo utilice para tomar una decisión, incluso aunque aquello que recuerda no es la información más adecuada para poder tomarla. Por ejemplo, si las acciones han bajado en picado debido a un crac bursátil, los inversores suelen tener miedo de comprar, a pesar de que quizá sea el mejor momento para realizar nuevas adquisiciones. El año 2002 fue un momento excelente para comprar acciones, pero el recuerdo de la caída de la bolsa tras la explosión de la burbuja de internet era tan vivo que sólo las personas que se habían preparado para superar esta tendencia, como Charlie Munger, fueron capaces de aprovechar la oportunidad y obtener unos beneficios enormes.

De igual modo, si una persona anuncia que se ha embolsado un beneficio importante tras invertir en una empresa emergente, quienes se enteren de su éxito tenderán a sobrestimar sus posibilidades de obtener unos ingresos similares si se deciden a crear su propia *start-up* . La gente también es más propensa a comprar acciones si los mercados han experimentado un significativo aumento de sus precios. La tendencia psicológica a conceder un valor excesivo a lo que se recuerda con facilidad es una de las principales razones por las que se sigue jugando a la lotería a pesar de las escasísimas posibilidades de ganar, ya que en las noticias se ve a otras personas normales y corrientes con sus décimos ganadores. Las loterías fomentan este amor distribuyendo fotografías a la prensa de personas con unos cheques de tamaño gigantesco.

19. Tendencia a «usarlo u olvidarlo»

> Cualquier habilidad disminuye si deja de usarse. Yo era un verdadero prodigio del cálculo hasta cumplir los veinte años, pero esa habilidad acabó desapareciendo del todo por la falta de uso. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Esta tendencia es fácil de entender: una habilidad se degrada poco a poco a no ser que se utilice con regularidad. Por ejemplo, pilotar un avión no es algo que debas hacer muy de vez en cuando. Si como piloto no te pones a menudo a los mandos de un avión, entonces no deberías volar. De forma parecida, invertir tampoco es una actividad que se deba hacer muy de vez en cuando. Dentro del contexto de las inversiones, es una gran verdad, y al mismo tiempo una absoluta vergüenza, que la gente dedique más tiempo a escoger un electrodoméstico que a seleccionar las acciones o el fondo de inversión que va a adquirir. Para convertirse en un inversor de éxito, una persona tiene que dedicar regularmente el tiempo y el esfuerzo necesarios. Incluso si en algún momento del pasado creías que sabías mucho sobre inversiones, eso no quiere decir que tus conocimientos estén actualizados. Mantenerse dentro del círculo de competencia requiere un trabajo y una diligencia constantes. Según las conclusiones de un estudio de 2014:

> Hemos descubierto que las intervenciones para mejorar los conocimientos financieros sólo explican el 0,1 por ciento de las variaciones en el comportamiento que hemos estudiado, con efectos más débiles entre los sujetos de rentas bajas. Como cualquier otra formación, la educación financiera se deteriora con el paso del tiempo, incluso grandes intervenciones con muchas horas de instrucción tienen efectos imperceptibles en el comportamiento veinte meses después del momento de la intervención. (Daniel Fernandes, John Lynch y Richard Netemeyer, 2014.)

20. Tendencia a la mala influencia de las drogas

> Todos conocemos a personas de talento que han arruinado sus vidas por sus excesos con el alcohol y las drogas, y, a menudo, con ambos. (Charlie Munger, Harvard-Westlake School, 1986.)

> Tres cosas destrozan a la gente: las drogas, el alcohol y el apalancamiento. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2009.)

> Mis cuatro amigos más íntimos en mi juventud eran muy inteligentes, personas éticas, con sentido del humor, afortunados en lo personal y por el entorno en que habían crecido. Dos de ellos murieron hace tiempo, y el alcohol fue uno de los factores determinantes, y un tercero lleva la vida de un alcohólico, si es que eso puede considerarse vida. Aunque la vulnerabilidad cambie, todos somos susceptibles de caer en la adicción, mediante un proceso muy sutil por el cual el vínculo con la degradación es demasiado suave como para notarlo... hasta que es demasiado fuerte como para poder romperlo. Y aún no he conocido a nadie, a lo largo de mis seis décadas de vida, que arruinara su vida por sentir un miedo y un rechazo excesivos a tan engañoso camino a la destrucción. (Charlie Munger, Harvard-Westlake School, 1986.)

Todos cometemos equivocaciones, pero Munger ha repetido en numerosas ocasiones que mantenerse alejado de los errores realmente importantes, como la cocaína y la heroína, resulta fundamental. Como analogía, Munger ha indicado que, si estás descendiendo por un río y hay remolinos muy peligrosos que cada día se cobran unas cuantas vidas, seguro que no querrías acercarte a sus proximidades. También ha señalado el alcoholismo como una de las principales causas de los fracasos en la vida. Su opinión sobre el abuso de sustancias es simple: ¿por qué jugar a los dados con algo que puede arruinar tu vida para siempre? Su consejo imperecedero es evitar las situaciones con muchos inconvenientes y muy pocas ventajas («opcionalidad negativa») en cualquier circunstancia. Es una idea recíproca a su consejo para invertir: busca operaciones con muchas ventajas y muy pocos inconvenientes («opcionalidad positiva»). Otras tendencias, como la negación psicológica, pueden impedir que una persona busque la ayuda que necesita, lo que empeora aún más las cosas para la gente con problemas de alcohol o drogas. Un problema de alcohol y drogas puede convertirse rápidamente en un bucle de

retroalimentación negativo, del que es imposible escapar.

21. Tendencia a la mala influencia de la vejez

> Algunas personas siguen conservando en la vejez todas esas habilidades que tanto les ha costado aprender, como cualquiera puede darse cuenta en los torneos de *bridge* . [...] El aprendizaje y la reflexión continuos, cuando se llevan a cabo con placer, pueden ayudar a retrasar lo que resulta inevitable. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

La vida de Munger es un ejemplo de que, si cuentas con la genética adecuada y trabajas de manera consciente para seguir activo física y mentalmente, puedes conservar toda tu lucidez a medida que envejeces. No cabe duda de que la suerte desempeña un papel importante en la vejez, pero no hay excusa para no hacer todo lo posible con las cartas que te han tocado. Permanecer activo es fundamental para la salud física y mental. Por poner un ejemplo, para una persona como Munger nada es más divertido que aprender, y, para aprender, nada mejor que la lectura. En lo referente a la salud, no seas pasivo. Munger demostró que no aceptaría con pasividad el deterioro de su salud cuando, tras recibir la noticia de que podía perder la visión, empezó a estudiar Braille. Es mucho mejor desgastarse por el trabajo que oxidarse por la inactividad.

22. Tendencia a la mala influencia de la autoridad

> Tienes un piloto y un copiloto. El piloto es la figura de autoridad. No hacen esto en los aviones, pero sí lo han hecho en simuladores. Piden al piloto que haga algo que el copiloto, que hace mucho que se entrena en simuladores —y que sabe que no puede

> permitir que el avión se estrelle—, identifica como un peligro inminente. Así que piden al piloto que haga algo que hasta un copiloto idiota sabría que va a terminar en desastre, pero lo cierto es que el piloto lo hace, y el copiloto sigue ahí sentado, y el piloto es la figura de autoridad. El 25 por ciento de las veces, el avión se estrella. Lo que quiero decir es que es una tendencia psicológica muy poderosa. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

La gente suele seguir a aquellas personas a quienes considera una autoridad, sobre todo en una situación de riesgo, incertidumbre o ignorancia. El profesor Cialdini ha descrito la tendencia a la autoridad de este modo: «Cuando la gente no está segura [...] no busca en su interior para encontrar respuestas; todo lo que ven es ambigüedad y su propia falta de confianza. Al contrario, miran al exterior buscando fuentes de información que puedan reducir su incertidumbre. Y la primera cosa que buscan es autoridad». [16] Los profesionales de la obediencia han aprendido a transmitir su autoridad para influir en los demás. Por ejemplo, hablarán de su formación, premios y logros profesionales. Es posible que hablen incluso de lo ricos que son o que mencionen a otras autoridades que verifican y respaldan su pericia. El profesor Cialdini ha detectado que los títulos, la ropa cara y todos los adornos de un profesional suelen ser bastante efectivos para transmitir autoridad. Michael Mauboussin ha señalado que «el individuo que da la impresión de tener la autoridad es en realidad más creíble. La gente se siente mucho más cómoda delegando en la persona que lleva el traje de raya diplomática y presenta las diapositivas del PowerPoint». [17] En los famosos experimentos de Milgram, los participantes obedecían la orden de aplicar descargas eléctricas a otras personas porque el individuo que daba las instrucciones llevaba una bata de laboratorio y parecía una autoridad. [18] Por desgracia, algunos inversores creen que una persona con un traje elegante y un coche caro es una autoridad en la bolsa. Los miembros de la Iglesia que validan la moralidad de una inversión pueden pasar por alto muchos problemas éticos por el simple hecho de que ellos mismos se consideran una autoridad en la cuestión.

23. Tendencia a los sinsentidos

> Es obvio que, si una empresa genera unos beneficios elevados sobre el capital y los reinvierte para obtener unos ingresos aún mayores, le irán bien las cosas. Pero esta idea no vende libros, así que se han añadido un montón de conceptos confusos y sin el menor sentido que no aportan gran cosa. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2000.)

> Creo que la idea de que la liquidez de las acciones negociables es una de las mayores contribuciones al capitalismo no es más que un gran sinsentido. La liquidez no proporciona estas burbujas enloquecidas, por lo que tiene tantas virtudes como inconvenientes. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2004.)

La definición de *sinsentido* es simple: un discurso, ya sea oral o escrito, que sea una estupidez o una falsedad. *Chacharear* también tiene una definición muy sencilla: hablar de forma estúpida. Lo que Munger está diciendo es que la gente suele dedicar mucho tiempo a actividades que no tienen ningún sentido. Para ilustrar esta cuestión, ofrece el ejemplo de una abeja que sabe que las flores están justo encima de la colmena, pero que es incapaz de transmitir su ubicación a las demás con su sistema de señalización de bailes aéreos. A pesar de que no transmite ninguna información, la abeja seguirá bailando con un patrón que no comunica nada.

> Suelo deshacerme apartarme de las personas que siempre responden con absoluta confianza a unas preguntas sobre las que en realidad apenas saben nada. Para mí son como la abeja que hace su baile incoherente. Sólo se dedican a fastidiar a la colmena. (Charlie Munger, notas de la reunión de Wesco, 1998.)

Como las abejas que tienen las flores justo encima, muchos expertos que se enfrentan a una situación de la que apenas saben nada se pondrán a chacharear sus sinsentidos sin que parezca importarles demasiado. En opinión de Munger, la gente confunde demasiado a menudo el sinsentido y la cháchara con la importancia y el valor. Y, aún peor, muchas personas pagan comisiones a consultores y asesores para que chachareen sus sinsentidos. Por supuesto, lo más difícil siempre es detectar que

eres tú quien está diciendo sinsentidos, porque la persona a quien es más fácil engañar siempre eres tú.

24. Tendencia a respetar las razones

> La tendencia a respetar la razón es tan fuerte que incluso una persona que ofrece razones absurdas o incorrectas obtendrá la obediencia de los demás con sus órdenes y exigencias. Esto se ha demostrado en experimentos psicológicos donde los «practicantes de la obediencia» consiguen saltarse las colas que se forman delante de la fotocopiadora sólo con exponer este motivo: «Tengo que hacer unas fotocopias». Esta especie de subproducto indeseado de la «tendencia a respetar las razones» es un reflejo condicionado, basado en la aceptación generalizada de la importancia de los motivos y razones. Y, como es natural, la práctica de exponer varias razones absurdas es muy habitual entre los «profesionales de la obediencia», tanto comerciales como ideológicos, porque les permite obtener aquello que no se merecen. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Los profesionales de la obediencia saben que, si quieren convencer a una persona para que actúe en contra de sus intereses personales, tendrán mucho más éxito si le exponen una razón para hacerlo, aunque el motivo en cuestión sea absurdo. Por poner un ejemplo, los operadores de las denominadas «salas de máquinas», que ofrecen unas inversiones lamentables, obligan a sus vendedores telefónicos a seguir unos guiones repletos de razones diseñadas para que la gente acceda a sus peticiones y compre verdaderas estafas, como acciones que cotizan a pocos céntimos. Los comerciales han aprendido que pueden incrementar su porcentaje de ventas si exponen como motivo, aunque sea falso, que el comprador puede perderse la oportunidad de hacer la operación si espera demasiado. Un artista del engaño diría: «Deberías comprar estas acciones baratísimas de una mina de oro porque en la India es temporada de bodas» o «El tiempo en América Latina ha sido muy malo, y eso es una gran noticia para

las minas de oro en Estados Unidos». Otro buen ejemplo sería un patrón absurdo en la gráfica de un valor que recibe un nombre resultón, como «la cruz de la muerte»: hasta los mendigos saben escribir en sus carteles de cartón la razón por la que necesitan dinero. Sólo porque alguien te dé una razón para hacer algo estúpido, eso no se convierte de repente en algo inteligente. Una anécdota puede ayudar a los lectores a comprender esta idea:

> Un analista de Wall Street y su cliente, un especulador, van un día juntos a las carreras de caballos. El especulador sugiere que apuesten 5.000 dólares a un caballo. El analista explica que él preferiría estudiar cada caballo y apostar sólo después de completar un exhaustivo análisis. «Eres demasiado teórico», dice el especulador mientras se aleja para hacer su apuesta.
>
> Al final, resulta que el caballo gana la carrera. El especulador exclama con un aire triunfal:
>
> —¡Te lo dije! ¡Tengo una fórmula secreta!
>
> —¿Cuál es tu fórmula secreta? —pregunta el analista.
>
> —Es sencilla. Tengo dos hijos, de dos y seis años. Sumo sus edades y apuesto al número nueve.
>
> —Pero dos y seis son ocho —protesta el analista.
>
> —Te lo dije, ¡eres demasiado teórico! —responde el especulador.

25. La tendencia lollapalooza

> La decisión de invertir en las acciones de una empresa incluye muy a menudo una gran cantidad de factores que interactúan entre sí. [...] Lo que acaba causando más problemas es combinar un puñado de esos factores y ponerlos todos juntos: al final obtienes este efecto lollapalooza. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

La tendencia lollapalooza consiste en lograr que las

confluencias extremas de varias tendencias psicológicas actúen a favor de un resultado concreto. Munger cree que todas las tendencias, fuerzas y fenómenos descritos previamente en este libro pueden interactuar entre sí para reforzarse, de modo que el resultado de la combinación de todas esas interacciones es más grande que la mera suma de sus partes. Él llama a este proceso *lollapalooza* . Como una lollapalooza incluye bucles de retroalimentación, su impacto puede tener una naturaleza no lineal y, por lo tanto, resultar impredecible por definición. Munger ha subrayado que el impacto de una lollapalooza incluye mucho más que la simple suma de los componentes que interactúan entre sí. Él prefiere describir el fenómeno como algo parecido a una «explosión nuclear». Una razón que explica por qué es imposible predecir con exactitud los resultados de una lollapalooza es que se requiere contar una cierta masa crítica. O sea, el proceso que crea una lollapalooza tiene que alcanzar una masa crítica determinada, como en una reacción nuclear, o nunca se revelará.

Munger ha identificado varios ejemplos de lollapaloozas. En su opinión, la crisis financiera de 2007 «fue un acontecimiento lollapalooza, una confluencia de causas, así es como funcionan los sistemas complejos». [19] La implosión financiera de Long-Term Capital Credit Management también fue un suceso lollapalooza, según Munger. Asimismo, opina que el auge y caída de la burbuja de internet fue una lollapalooza. Otro ejemplo es la reunión de táperes en que la empresa se aprovecha de la aprobación social, el enamoramiento y otras tendencias para conseguir que la gente compre sus productos. Munger escribió un artículo sobre el poder de la marca Coca-Cola en el que describía su tremendo valor por ser el resultado de un fenómeno lollapalooza. Una subasta pública es otro ejemplo de una lollapalooza:

> Bueno, las subastas públicas están diseñadas para dejar hecho papilla al cerebro: tienes aprobación social, el otro tipo está pujando, tú tienes la tendencia a la reciprocidad, tienes el síndrome de reacción excesiva a la privación, y la cosa está a punto de desaparecer. [...] Lo que quiero decir es que las subastas públicas están diseñadas para manipular a la gente para que actúe como si

> fuera idiota. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Las técnicas que se usan en una subasta benéfica con las mejores intenciones también puede utilizarlas un criminal para convencer a la gente de que invierta en verdaderas estafas. El consejo de Buffett para estas subastas públicas es sencillo: «No vayas».

Una lollapalooza no es buena o mala por naturaleza. A veces, un efecto lollapalooza puede utilizarse con un propósito muy positivo.

> El sistema de Alcohólicos Anónimos consigue un 50 por ciento de abstemios cuando todos los demás métodos fracasan. Es un sistema muy inteligente que usa al mismo tiempo cuatro o cinco sistemas psicológicos para lograr una meta que, en mi opinión, es muy positiva. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Sin embargo, Munger cree que las mismas fuerzas que utiliza Alcohólicos Anónimos para ayudar a las personas con alcoholismo también se han aprovechado en verdaderos cultos maléficos. Por ejemplo, Charles Manson y otros líderes sectarios aprendieron a manipular a la gente mediante un proceso lollapalooza. Claramente, Bernie Madoff usó varias tendencias, como la aprobación social y la envidia, para motivar a las víctimas de su esquema Ponzi. Munger cree que las «conversiones» de los Moonies (seguidores de la Iglesia de la Unificación en Estados Unidos) se han conseguido combinando varias tendencias psicológicas. En un aspecto más positivo, Munger también cita el historial de inversiones de Warren Buffett como un ejemplo de una lollapalooza con buenas intenciones.

> Una confluencia de factores que iban en la misma dirección es la causa del éxito de Warren. Es muy poco probable que pueda producirse un efecto lollapalooza de cualquier otra forma. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2007.)

Espero que la lectura de este libro te ayude a generar tu propia lollapalooza positiva.

5

Lo que hay que tener

En su biografía de Warren Buffett, Roger Lowenstein destacaba que la genialidad de Buffett «era sobre todo una cuestión de carácter, de paciencia, disciplina y racionalidad. [...] Su talento emanaba de la incomparable independencia de su pensamiento y de su capacidad para centrarse en su trabajo y no escuchar al resto del mundo». Lo mismo podría decirse de Charlie Munger. Ambos inversores son unas personas extraordinarias. Sólo hay un Charlie Munger y sólo hay un Warren Buffett. Dicho esto, tampoco es necesario que poseas los mismos atributos que estos dos colegas, que además se conocen desde hace tanto tiempo, para poder mejorar un poco tus habilidades como inversor. Puedes mejorar tus capacidades de lectura, reflexión y aprendizaje, evitar los errores más comunes y prestar atención a las cualidades personales que conducen al éxito.

Este capítulo identifica unas cuantas cualidades que sintetizan «lo que hay que tener» para ser un inversor de éxito, tal como Munger ha reconocido a lo largo de los años. Aunque es probable que también crea que hay otras cualidades importantes, las que aparecen en este capítulo son las que ha mencionado más a menudo y a las que ha dedicado más atención. Reconoce que a él también le cuesta poner en práctica algunas de estas cualidades, como a cualquier otra persona. Nadie es perfecto, ni siquiera Munger. Por lo tanto, mi intención no es crear un subtexto del estilo «hazlo y ya está», porque hacer realidad estas prácticas en nuestra vida cotidiana es verdaderamente difícil.

1. Paciencia

> El éxito implica ser muy paciente, pero ser agresivo cuando llega el momento. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2004.)

> Sería maravilloso si [encontrar buenas inversiones] fuera una de esas cosas que ocurren continuamente. Pero, por desgracia, no es así. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2005.)

> No sentimos la compulsión de tener que hacer algo. Estamos muy bien preparados para esperar a que aparezca algo decente. Durante ciertos períodos, lo pasamos bastante mal para encontrar lugares donde invertir nuestro dinero. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2001.)

> La paciencia, combinada con la oportunidad, es algo muy bueno. Mi abuelo me enseñó que la oportunidad es infrecuente y que uno debe estar preparado para cuando se presente. En eso consiste Berkshire. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2011.)

> Los dos somos propensos a pasar a la acción cuando parece obvio. (Charlie Munger, entrevista en la CNBC, 2014.)

Las posibilidades de encontrar un activo que pueda comprarse con un descuento significativo de su valor de mercado privado son bastante más elevadas cuando el Señor Mercado tiene miedo. Pero Munger cree que es imposible predecir con exactitud cuándo se producirá esa situación. Su estrategia consiste en esperar hasta que las gangas aparecen, y centrarse entonces en lo que ocurre en el momento presente. Por consiguiente, un inversor de valor que siga los principios de Graham debe tener paciencia. Una actitud que no siempre es fácil, ya que hay una cierta tendencia a creer que el nivel de actividad está correlacionado con el valor. «No te quedes ahí, sentado; haz algo» es precisamente el peor consejo para el inversor en valor.

Buffett ha dicho que la bolsa está diseñada para transferir dinero «desde el activo al paciente». [1] Si eres paciente, racional y, además, sigues el sistema de inversión en valor de Graham, será inevitable que el Señor Mercado te entregue al final los regalos financieros que tiene preparados. Es imposible predecir cuándo

sucederá, pero puedes estar seguro de que, con la paciencia necesaria, el regalo llegará a tu cuenta. En este sentido, el sistema de inversión en valor de Benjamin Graham es un proceso basado en el descubrimiento, más que un proceso basado en las predicciones.

Munger explicaba una historia sobre un joven que le preguntó cómo podía hacerse rico. Describió la conversación con estas palabras:

> Los emprendedores jóvenes nos hacen muchas veces esta clase de preguntas. Es una pregunta muy inteligente; ves a un viejo que es rico y le preguntas: «¿Cómo puedo convertirme en alguien como tú, sólo que más rápido?». (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2003.)

La estrategia que Munger sugería era luchar a brazo partido con infinita paciencia cada día, y prepararse para los ocasionales acelerones que ocurren de repente. Aprendió la idea de que uno puede hacer mucho dinero en unos momentos muy concretos después de haber demostrado bastante paciencia en muchas otras situaciones, jugando al póker en el Ejército de Estados Unidos. Munger atribuye una parte importante de su éxito como inversor al tiempo que pasó jugando al póker y al *bridge* .

> La manera correcta de pensar es la que aplica Zeckhauser cuando juega al bridge. Es así de simple. (Charlie Munger, Facultad de Derecho de Harvard, 1995.)

A un nivel muy elemental, invertir sólo es una forma de hacer una apuesta. Resulta imprescindible, sin embargo, que la apuesta siga los principios de la inversión (valor presente neto positivo) y no los propios del juego (valor presente neto negativo). Como he señalado antes, invertir es un ejercicio de probabilidades, por lo que la experiencia con otros juegos de azar puede ser muy útil. Richard Zeckhauser, profesor de Harvard y gran jugador de *bridge* , señalaba:

> El *bridge* requiere un esfuerzo constante para valorar las probabilidades en unas situaciones en las que, en el mejor de los

casos, sólo tenemos cierta información, y los jugadores tienen que tomar cientos de decisiones en una sola partida, muchas veces buscando el equilibrio entre las ganancias y las pérdidas. Pero, constantemente, los jugadores también tienen que hacer las paces con las buenas decisiones que conducen a malos resultados, tanto con las que toma uno mismo como con las del compañero de juego. Si uno quiere invertir con inteligencia en un mundo inescrutable, sólo hace falta tener esa capacidad para hacer las paces con las decisiones tomadas. (Richard Zeckhauser, 2006.)

Buffett cree que el *bridge* comparte muchas características con la inversión. Cada mano es diferente, aunque todo lo ocurrido en el pasado tiene su importancia. Al invertir, tienes que hacer deducciones acerca de todas las operaciones (o cartas) posibles, así como sobre los naipes que no se están jugando. Asimismo, en el *bridge* , tener un gran compañero y unas buenas competencias interpersonales puede beneficiarte mucho. Comprender cómo funciona la probabilidad y la estadística es fundamental, tanto para invertir como para jugar a las cartas. Munger lo resumía de este modo:

Si no incluyes en tu repertorio los conceptos básicos sobre las probabilidades, vas a pasar por la vida como un cojo en un concurso de patear culos. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1995.)

2. Disciplina

Cuando invertimos, tenemos esta disciplina que consiste en esperar a dar un gran golpe. Si me hubieran ofrecido la posibilidad de meterme en un sector donde la gente me valorara en función de unos estándares, me obligara a invertir todo el capital, a trepar sin dejar de estar pendiente de lo que hacen los demás, etcétera, lo odiaría. Para mí sería como si me pusieran unos grilletes. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2003.)

Los dos insistimos mucho en la importancia de reservar una buena cantidad de tiempo cada día para no hacer nada más que pensar. Es una filosofía muy poco habitual en el mundo corporativo

> de Estados Unidos. Leemos y pensamos. Así que Warren y yo leemos y pensamos mucho más, y hacemos mucho menos, que la mayoría de la gente en sus empresas. (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2005.)

> Necesitas paciencia, disciplina y la capacidad de asumir las pérdidas y las adversidades sin volverte loco. (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2005.)

> Tenemos una gran flexibilidad y una cierta disciplina en lo referente a no hacer cosas idiotas sólo por estar activos; la disciplina para evitar hacer cualquier jodida cosa sólo porque no puedes soportar la inactividad. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2000.)

> Creo que muchísimas personas podrían vivir una vida parecida a ésta, con la casi total seguridad de poder ahorrar una cantidad considerable y con un riesgo mínimo de sufrir algún desastre financiero. Pero hace falta tener una gran capacidad de juicio, mucha disciplina y desterrar la hiperactividad. Con este método, creo que las personas más inteligentes pueden extirpar de sus vidas una gran parte del riesgo. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

Ser un inversor en valor requiere disciplina. Desde un punto de vista emocional, es mucho más sencillo seguir al rebaño que ir a contracorriente. Además, a muchos inversores les resulta muy difícil no hacer nada. La gente cree que, en el mundo de las inversiones, hay un premio especial por estar activo y hacer cosas, cuando en realidad no es así. Luchar contra esta tendencia puede acabar siendo muy rentable porque la hiperactividad está penalizada con impuestos, comisiones y otros gastos asociados.

Robert Hagstrom escribió en *Warren Buffett* (Gestión 2000, 2012): «La diferencia entre Warren Buffett y la mayoría de los inversores tiene mucho más que ver con la disciplina que con cualquier otra cualidad». [2] Lo mismo podría decirse de Munger, y no cabe ninguna duda de que se trata de una respuesta aprendida, que se atrofiará si no se trabaja. Howard Marks coincidía en remarcar la importancia de la disciplina:

> Sólo un profundo sentido del valor te dará la disciplina necesaria para recoger beneficios de un activo revalorizado, y del

que todo el mundo opina que nunca dejará de subir, o las agallas para aguantar y promediar a la baja en una crisis mientras los precios caen a diario. Por supuesto, para que tus esfuerzos acaben dando beneficios en este sentido, tu estimación del valor tiene que dar en el blanco. (Howards Marks, *The Most Important Thing* , 2011.)

Buscar indicios de auténtica disciplina en los demás puede ayudarte a tomar decisiones más inteligentes. Por ejemplo, si visitas las oficinas de una empresa de gestión financiera que dice aplicar el método de inversión en valor de Graham y eres incapaz de determinar si en ese momento el mercado está abierto o cerrado, ahí tienes un buen indicio. Los especuladores relacionan la actividad con la productividad o el éxito, mientras que los inversores en valor vinculan las victorias con la inactividad disciplinada.

3. Tranquilidad, pero con coraje y decisión

Creo que hay algo que decir para poder desarrollar la disposición a tener acciones sin inquietarse demasiado. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2003)

Nos preocupamos antes que otras personas. Nos dejamos un montón de dinero en la mesa por culpa de preocuparnos demasiado pronto. Así es como somos: sólo tienes que vivir con ello. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2001.)

Si no estás preparado para reaccionar con calma cuando se produce una caída del 50 por ciento en el precio del mercado, algo que ocurre dos o tres veces cada siglo, no tienes las cualidades necesarias para ser un buen accionista y te mereces los resultados mediocres que obtendrás en comparación con quienes sí tienen el temperamento adecuado, que pueden tomarse con filosofía estas fluctuaciones del mercado. (Charlie Munger, entrevista en la BBC, 2010.)

Si quieres hacerte rico, necesitarás unas pocas ideas decentes con las que de verdad sepas lo que estás haciendo. Entonces, necesitas tener el valor para seguir fiel a esas ideas y aceptar los

> altibajos. No es muy complicado, pero sí está muy pasado de moda. (Charlie Munger, *Daily Journal Meeting* , 2013.)
>
> Vas a tener muy pocas oportunidades de recoger beneficios si tratas de encontrar precios más bajos de los que cabría esperar. En realidad, ahí fuera hay personas que no ponen unos precios tan altos a las cosas como suele hacer el mercado con tanta facilidad. Y una vez que te das cuenta de eso, es como encontrar dinero en la calle; si cuentas con el valor de tus convicciones. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994)
>
> Es fascinante la rapidez de respuesta de Berkshire cuando encontramos una oportunidad. No puedes ser tímido, y eso se aplica a todos los aspectos de la vida. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2011.)

El coraje es una parte fundamental del sistema de inversión en valor creado por Graham. Si estás intentando vencer al mercado, las matemáticas te dicen que debes desviarte de la opinión del rebaño. Para la mayoría de la gente, ser un inversor a contracorriente requiere valor y coraje. Si no quieres ser valiente o crees que no tienes la capacidad para demostrar audacia bajo presión, deberías adquirir una cartera de fondos o ETF indexados de bajo coste. Para poder sacar provecho de la valentía, casi siempre debes tener dinero en el bolsillo. Y tener todo ese efectivo a tu disposición en los peores momentos de una crisis financiera requiere valor y coraje, porque es muy difícil quedarse sentado sobre una montaña de dinero cuando los mercados están subiendo. La necesidad humana de no dejar escapar las oportunidades es muy poderosa, y puede empujar a los inversores hacia los peligros de una burbuja en el mercado.

Si eres un inversor en valor de la escuela de Graham, los mejores momentos para ti son los peores para el resto de los inversores y especuladores. John Templeton lo expresaba de esta forma: «Comprar cuando los demás venden desesperanzados y vender cuando los demás compran entusiasmados requiere la mayor valentía imaginable, pero también otorga las mayores recompensas». [3]

Para el inversor, los beneficios en el mercado siempre llegan a

trompicones, sobre todo en la bolsa. Las caídas en los precios de las acciones son inevitables, y es precisamente en ese momento cuando la gente suele entrar en pánico y vender. Munger ha pasado por esta situación varias veces en su vida, así que no está teorizando sobre esta cuestión.

Recomienda que los inversores sean pacientes mientras, al mismo tiempo, actúan con decisión y una cierta agresividad cuando localizan la oportunidad adecuada. Cree que, de este modo, el inversor tiene ventaja sobre muchos otros profesionales. Aunque esos otros profesionales puedan tener información más precisa y actualizada sobre una inversión en concreto, siempre tienen la presión de *hacer algo* incluso cuando la mejor opción es no hacer nada. Como ejemplo de esta cualidad, durante el primer trimestre de 2009, cuando casi todo el mundo aún estaba muy asustado por la crisis financiera, Munger cogió el exceso de efectivo disponible en las cuentas del *Daily Journal* y lo vertió sobre las acciones de los bancos. El momento elegido fue excelente. Había esperado a que apareciera la oportunidad adecuada y, cuando vio lo que quería, actuó con decisión y agresividad.

> Nos limitamos a poner el dinero. No hizo falta tener ninguna idea innovadora. Era una oportunidad de aquellas que aparecen cada cuarenta años. Tienes que encontrar el equilibrio adecuado entre, por un lado, la competencia y los conocimientos y, por el otro, las agallas. Demasiada competencia con pocas agallas no es un buen asunto. Y si no conoces tu círculo de competencia, entonces conseguirás que te maten por un exceso de agallas. Pero cuanto mejor conoces los límites de tu inteligencia, más valiosas son las agallas. Para la mayoría de los gestores financieros profesionales, si tienes que mandar a cuatro hijos a la universidad y estás ganando 400.000 dólares o un millón o lo que sea, la última cosa de la que quieres preocuparte en este mundo es de tener que demostrar agallas. Te preocupa la supervivencia, y la manera de sobrevivir consiste en no hacer nada que pueda hacerte destacar. (Charlie Munger, entrevista con Jason Zweig, 2014.)

4. Inteligencia razonable, pero sin dejarse engañar por el CI

> Muchas personas con coeficiente de inteligencia (CI) muy alto son unos inversores terribles porque tienen un temperamento horrible. (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2005.)

> Debes sentir un apasionado interés por los porqués de las cosas. Esta forma de pensar, si consigues mantenerla durante largos períodos de tiempo, mejorará poco a poco tu capacidad para centrarte en la realidad. Si no tienes esa mentalidad, estás destinado al fracaso, aunque tengas un CI alto. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2002.)

> Las personas con un CI muy alto pueden llegar a ser completamente inútiles; y la verdad es que muchas de ellas lo son. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2010.)

Tener una inteligencia superior a la media es un requisito previo para convertirse en un inversor activo de éxito. Buffett ha señalado que sería necesario tener un CI de un mínimo de 125, pero también ha dicho lo siguiente: «Si tienes un CI de más de 120 o 130, puedes permitirte regalar el resto. No necesitas una inteligencia extraordinaria para tener éxito como inversor». [4] Por supuesto, un CI de 125 está por encima de la media, así que una cierta cantidad de inteligencia resulta necesaria. Un viejo chiste sobre Albert Einstein ejemplifica muy bien la relación entre el CI y la inversión. Einstein se muere y se va al cielo, donde le informan de que su habitación aún no está preparada. El ángel responsable de los recién llegados es quien le da la noticia:

—Espero que no le importe pasar una temporada en una habitación compartida. Lo siento, pero es lo mejor que podemos ofrecerle por ahora.

El ángel acompaña a Einstein para que conozca a sus compañeros de habitación, y le dice:

—Tu primera compañera de habitación. ¡Tiene un CI de 180!

—Eso es maravilloso —exclama Einstein—. Podremos hablar de matemáticas.

Acto seguido, el ángel dice:

—Éste es tu segundo compañero de habitación. ¡Su CI es de 150!

—Vaya, es maravilloso. ¡Podremos hablar de física!

Para terminar, el ángel añade:

—Este es tu tercer compañero de habitación. ¡Tiene un CI de 100!

—¡Qué bien! —dice Einstein—. ¿Cuál crees que será el comportamiento de los tipos de interés?

Las personas inteligentes no se libran de cometer errores. Por desgracia, en muchos casos, un CI elevado y unos buenos resultados de inversión suelen ser factores opuestos. En otras palabras, a partir de cierto punto, ser más inteligente puede ser un problema. Cuanto más inteligente creas que eres, más posibilidades tienes de acabar metiéndote en problemas por tratar de predecir cosas que no se pueden anticipar. Debido a los excesos de confianza, una persona con un CI elevado puede acabar cometiendo más errores que alguien con 30 puntos menos. Creer que tu CI es un poco inferior a lo que dicen los test de inteligencia podría mejorar tu rendimiento a la hora de invertir.

La verdad incómoda es que la inteligencia y la experiencia en un ámbito del conocimiento no se trasladan automáticamente a otro diferente. Y lo que aún es más importante: los test de inteligencia no valoran si una persona es racional. Es muy posible que un individuo con un CI alto no haya desarrollado algunas competencias importantes, como el buen juicio y la toma de decisiones. Por estos motivos, una persona con un CI elevado que está fuera de su círculo de competencia suele ser un objetivo fácil para un vendedor experimentado o para un profesional de la obediencia. Por ejemplo, saber mucho sobre enfermedades cardiacas o planificación urbana no convierte a nadie en un experto en inversiones. Aunque es el exceso de confianza, y no el CI elevado, lo que conduce a las malas inversiones, ese CI elevado es lo que puede generar el exceso de confianza. Si uno actúa con cautela, y, por ejemplo, permanece dentro de su círculo de competencia, un CI alto puede ser en realidad muy positivo para el inversor, tal como le pasa a Munger.

5. Honestidad

> Cómo te comportas en un lugar te será de gran ayuda más adelante, y de maneras sorprendentes. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

> En general, allí donde Berkshire tiene el poder, tratamos de ser más que justos con la minoría que no lo tiene y que depende de nosotros. Podrías decir: «¿No son unas personas éticas y maravillosas?». No estoy seguro de que recibamos mucho reconocimiento por ello, porque desde un principio sabíamos lo ventajoso que sería tener una reputación de hacer lo correcto, y la verdad es que nos ha ido muy bien «Si los canallas supieran realmente lo bien que funciona el honor, ellos también se apuntarían al carro de la honestidad». La verdad es que nos ha ido muy bien. La gente siempre firma contratos con Berkshire porque confían en que nos portaremos bien cuando seamos nosotros los que tienen el poder, y no ellos. Hay un viejo dicho sobre esta cuestión, y que es toda una expresión de teoría moral: «¡Qué maravilloso es tener la fuerza de un tirano, y qué gran error sería usarla como un tirano!». Es una idea muy simple, pero muy correcta. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2011.)

> Creemos que tiene que haber muchísimo margen entre lo que debes hacer y todo lo que puedes hacer sin meterte en problemas legales. No creo que debas acercarte ni de lejos a las proximidades de esa línea. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2004.)

> Muchas veces hemos ganado un dinero extra gracias a la ética. Para nosotros, Ben Franklin estaba en lo cierto. No dijo que la honestidad fuera la mejor posición moral, dijo que era la mejor posición política. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2004.)

> Deberías tener una brújula interna. Por lo que debería haber un sinfín de cosas que no harías, incluso cuando sean perfectamente legales. De esa forma tratamos de dirigir la empresa. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2004.)

El carácter tiene una gran importancia, tanto en la vida como en las inversiones. Munger no sólo cree que la honestidad es la opción correcta desde un punto de vista moral, sino que también es la estrategia que producirá los mayores beneficios económicos. Cuando unas personas que hacen negocios juntas confían las unas en las otras porque saben que son honestas, la eficiencia que

aparece como resultado mejora los beneficios económicos de la empresa. Munger también dice que es importante mantenerse alejado de cualquier actividad ilegal, deshonesta o inmoral. Hacer equilibrios en la cuerda floja sobre algo tan delicado como la honestidad es bastante imprudente. Sobre la cuestión de aprender a ser honesto, cree que los ejemplos de la vida real suelen ser el mejor sistema. El ejemplo personal que más le ha influido es el de su ídolo, Benjamin Franklin:

> No hay ningún motivo para fijarse exclusivamente en modelos de conducta que estén vivos. [...] Algunos de los mejores modelos de conducta están muertos desde hace mucho tiempo. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2000.)

6. Confianza e imparcialidad

> Desarrolla la confianza correcta en tu propio juicio. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

> Soy cinturón negro en descaro. Nací con él. (Charlie Munger, Universidad de California, Santa Bárbara, 2003.)

> Una ética basada en no engañarse a uno mismo es una de las mejores que podrías tener. Es muy poderosa porque es muy poco habitual. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

Munger demuestra que es posible tener confianza en tus creencias y habilidades y, aun así, no perder nunca de vista tu propia falibilidad. Cuando eres muy consciente de tus limitaciones, evitas tomar decisiones lejos de tu círculo de competencia y desestimas las cuestiones que se antojan demasiado difíciles, parece bastante sensato tener más confianza en tus propias habilidades. La verdadera confianza es tan valiosa como peligrosa es la falsa. Conocer la diferencia entre estas dos clases de confianza tiene un valor enorme. Morgan Hausal, un autor especializado en Economía, daba en el clavo cuando escribía: «Hay una estrecha correlación entre el conocimiento y la humildad». La humildad se

encuentra en la esencia de ideas como el círculo de competencia o la búsqueda permanente de nuevas pruebas que desmientan las afirmaciones que otras personas o tú mismo pudierais realizar. Puedes tener un cinturón negro en descaro y, sin embargo, no dejar de llevarte las manos a la cabeza por tus propios errores. Las personas que son verdaderamente humildes cometen menos errores. Munger tiene una opinión muy contundente sobre los peligros de estar demasiado ligado a una ideología. Ha dicho que una ideología demasiado marcada puede ser uno de los trastornos extremos más disfuncionales.

> Si estás muy expuesto a una ideología cuando eres joven y empieza a cobrar forma en tu interior, estás atando tu cerebro a un patrón muy poco afortunado. Y vas a distorsionar tu cognición general. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 1998.)

El principal problema de la ideología es que dejas de pensar en los temas más complejos y difíciles. Munger es un firme defensor de revisar tus ideas con regularidad, desmenuzarlas en pedazos y buscar sus puntos débiles como una forma de mejorarte a ti mismo, lo que resulta muy difícil si pones la ideología por delante.

7. Orientación a largo plazo

> Nuestro sistema trabajará mejor a largo plazo. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2006.)

> Casi todas las buenas empresas se dedican a actividades del tipo «hoy sufrimientos, y mañana beneficios». (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2001.)

Los seres humanos evolucionaron en un entorno donde pensar en algo más que el modo de pasar el día o cuál iba a ser tu próxima comida no era una forma muy útil de usar el tiempo. En la actualidad, la gente, que vive en un entorno muy distinto, tiene

serias dificultades para posponer la gratificación. James Montier describía muy bien el problema en este párrafo:

> El penúltimo obstáculo es la miopía (o «una rebaja hiperbólica», si eres un fanático de la tecnología). Refleja la idea de que las consecuencias, que se manifiestan en el tiempo a una fecha más tardía, tienen mucho menos peso en nuestras elecciones cuanto más lejos se emplazan en el futuro. Podría resumirse en algo parecido a «come, bebe y sé feliz, porque mañana podrías morir». Por supuesto, esta actitud ignora el dato de que, en cualquier día escogido al azar, tenemos 26.000 veces más posibilidades de equivocarnos que de acertar en lo que se refiere a no llegar al día siguiente. O, si lo prefieres, ese sesgo miope puede resumirse en esta súplica de san Agustín: «Señor, hazme casto, pero no todavía». (James Montier, *Q Finance* , 2009.)

Munger admite que es muy difícil pensar a largo plazo cuando sólo estás dando tus primeros pasos o has tenido que volver a empezar. Por este motivo, dijo en cierta ocasión que reunir «los primeros 100.000 dólares es un fastidio». [5] Esta idea debería ser razón suficiente para trabajar todo lo que haga falta para poder juntar un colchón financiero básico. Vivir al borde de la ruina económica no sólo no es divertido, sino que es un gran inconveniente.

A largo plazo, el poder del interés compuesto se vuelve aún más evidente. Por desgracia, comprender el poder del interés compuesto no es un proceso natural para la raza humana; sin embargo, debería ser una tarea fundamental.

> Comprender al mismo tiempo el poder del interés compuesto y la dificultad de aprovecharlo es la clave para comprender muchas otras cosas. (Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack* , 2005.)

Muchas cosas que no tienen que ver directamente con el mundo de las finanzas también aprovechan las virtudes del interés compuesto. Las habilidades, las relaciones personales y otros aspectos de la vida pueden acumularse y beneficiar a aquel que invierte con sabiduría su tiempo y su dinero para cultivar estas virtudes.

8. Pasión

> ¿Qué es más importante, la pasión o la competencia innata? Berkshire está llena de personas que sienten una pasión especial por su propio trabajo. Yo diría que la pasión es más importante que la capacidad intelectual. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2003.)

En cuanto a la importancia de la pasión para determinar el éxito en las inversiones, los negocios o la vida en general, si aún no conoces el vínculo entre la pasión y el éxito, es que no has prestado la debida atención. Las personas apasionadas suelen trabajar e invertir más para alcanzar sus objetivos. Las personas apasionadas también leen y piensan más. Las personas apasionadas suelen tener una ventaja informativa sobre aquellas otras que no lo son tanto. Por estas y otras razones, si compites en un juego de suma cero con otras personas que son apasionadas y tú no lo eres, las posibilidades de tener éxito se desploman de manera abismal. Uno de los misterios que rodean esta cuestión es que resulta muy difícil apasionarse por algo que no comprendes. En muchos casos, el grado de pasión que sientes por un tema aumentará con el paso del tiempo. Cuanto más sepas de ciertos temas, más van a apasionarte. Pero apasionarse sólo con las cosas que crean esa sensación inmediatamente es un gran error. Algunas de las mejores pasiones de la vida crecen en tu interior en una progresión no lineal tras unos lentos comienzos.

9. Capacidad de estudio

> Aprender de los errores de los demás es mucho más satisfactorio. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2012.)

> A lo largo de mi vida no he conocido a ninguna persona inteligente (sobre un amplio abanico de temas) que no leyera cada día; ninguna, cero. Te sorprendía ver lo mucho que lee Warren; y lo mucho que leo yo. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire,

> 2004.)

> Conviértete en un autodidacta vitalicio mediante lecturas voraces; cultiva la curiosidad y esfuérzate por ser un poco más sabio cada día. (Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack* , 2005.)

> Tienes que trabajar en lo que te pone como una moto. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2013.)

> La mayor aportación [de la compra de See's Candies] fue acabar con la ignorancia. Si no fuéramos [...] buenos acabando con la ignorancia, no seríamos nada a día de hoy. Éramos bastante estúpidos cuando compramos See's; sólo un poco menos estúpidos de lo necesario para comprarla. Lo mejor de Berkshire es que hemos eliminado bastante la ignorancia. Pero lo bonito del asunto es que aún nos queda mucha ignorancia por eliminar. [...] Otro truco es luchar para librarte de tus errores, lo que es enormemente útil. Tenemos unos grandes almacenes que son un fracaso seguro. Un negocio de compraventa de sellos que es otro fracaso seguro y una fábrica textil. De eso sale Berkshire. Pensad en cómo lo habríamos hecho si hubiéramos tenido mejores comienzos. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2014.)

Munger es un defensor de las ideas y las estrategias de inversión de Philip Fisher. Éste fue un inversor de éxito afincado en California que escribió un libro muy influyente titulado *Common Stocks Uncommon Profits* [Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios], publicado por primera vez en 1958. Una de esas ideas es que el inversor de éxito muchas veces siente un interés innato por los problemas de las empresas. Por esta razón, Ben Graham dijo que la mejor estrategia para invertir es estar siempre orientado a las empresas (ser serio y metódico). La idea es que, para poder comprender una acción, debes entender que la empresa siempre es fundamental en el sistema de inversión en valor de Graham. Así, inversores como Fisher y Munger desarrollaron una red *chismosa* de personas que pudieran ayudarlos a aprender más sobre un negocio en concreto. Lo que descubrieron fue que la gente que trabaja en un sector habla con libertad sobre sus competidores siempre y cuando crea que nadie va a citar sus declaraciones. Buffett utiliza el mismo enfoque:

> Salgo ahí afuera y hablo con los clientes, los proveedores e incluso en algunos casos con los empleados. Con todo el mundo. Cada vez que estaba interesado en un sector, digamos que en el carbón, por ejemplo, me iba de visita a todas las empresas dedicadas al tema. Y preguntaba a cada consejero delegado: «Si sólo pudieras comprar acciones de una empresa que no fuera la tuya, ¿cuál comprarías y por qué?». Entonces juntas todas las piezas, y después de un tiempo acabas aprendiendo el negocio. (Warren Buffett, Universidad de Florida, 1998.)

La vida es mucho más satisfactoria cuando dejas que otras personas cometan casi todos los errores importantes. Al fin y al cabo, ya cometerás bastantes errores por tu cuenta. Aprender con atención de los errores de los demás es una forma de acelerar el proceso de aprendizaje. Y nada te expone a más errores cometidos por otras personas que la lectura.

10. Abierto a colaborar

> Ni siquiera Einstein trabajaba aislado. Pero nunca acudía a grandes conferencias. Todo ser humano necesita compañeros de conversación. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2010.)

> No conozco a nadie que lo haya hecho muy bien en términos de cognición y aprendizaje, y que no tenga a alguien de confianza con quien poder hablar. Einstein no hubiera sido capaz de hacer lo que hizo sin personas con las que hablar de sus cosas. No necesitaba a muchas personas, pero sí a algunas. Organizas tus propias ideas mientras tratas de convencer a otras personas. Es una parte de las operaciones muy necesaria. Si tuvieras a una especie de eremita sentado en una montaña, no lo haría muy bien. (Charlie Munger, entrevista en la CNBC, 2014.)

Una forma excelente de evitar los errores, y hasta de aumentar tus posibilidades de éxito, es contar con alguien que revise y ponga a prueba tus decisiones. Es lo que hacen Buffett y Munger como socios, y este sistema ha demostrado esconder un valor incalculable. Buffett llama a su socio el Abominable Hombre

del No, porque, la mayoría de las veces, su respuesta a las posibles operaciones es «no». Aunque no tengas un socio de inversiones como Charlie Munger a tu lado, contar con un grupo diverso de personas expertas en quienes puedes confiar no tiene precio. En su carta de 2013 a los accionistas, Buffett señalaba que había sufrido una pérdida enorme porque no había cerrado una gran compra de Munger. Buffett dijo que la experiencia había sido tan dolorosa que esperaba no tener que volver a pasar por nada parecido. En la misma junta de accionistas, Buffett también añadió que el próximo consejero delegado de Berkshire ya tenía compañeros como Munger. Disponer de colegas y compañeros que puedan ayudarte en la vida no es algo que ocurra de forma natural, sin ningún esfuerzo. La gente casi nunca se presenta voluntaria para convertirse en ese tipo de colega, del mismo modo que tampoco se presta a hacer de mentor.

11. Temperamento sensato

> Tener una cierta clase de temperamento es más importante que la capacidad intelectual. Tienes que mantener bajo control la emoción pura e irracional. (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2005.)

> Warren y yo no somos prodigios. No podemos jugar al ajedrez con los ojos vendados o ser concertistas de piano. Pero los resultados son prodigiosos, porque tenemos una ventaja con nuestro temperamento que compensa de sobra la falta de CI. (Charlie Munger, entrevista con Jason Zweig, 2014.)

Para un inversor en valor, la forma de responder a los acontecimientos y a otros aspectos de la vida desde un punto de vista emocional es más importante que la inteligencia pura. Esta respuesta emocional a los altibajos de la vida, a la que Munger se refiere a menudo como temperamento, cambia enormemente de inversor a inversor. Los inversores que siguen el método de Graham fracasarán si no tienen el temperamento adecuado para

operar. La idoneidad de una persona en términos de temperamento es el resultado de la combinación de sus habilidades innatas y del tiempo y el esfuerzo que ha invertido para mejorar dichas capacidades. Buffett lo expresaba de este modo: «Pensamiento independiente, estabilidad emocional y un profundo entendimiento tanto del comportamiento humano como de las instituciones es vital para tener éxito invirtiendo a largo plazo». [6] Los mejores inversores son aquellos que tienen un temperamento tranquilo y racional.

Algunas personas no tienen el temperamento adecuado para invertir, sin más. Y la formación y la práctica no solucionarán el problema. Sí, hay algunas personas que parecen haber nacido con unas cualidades que las hacen perfectas para usar este sistema, pero hasta ellas deben trabajar a lo largo de toda su vida para no acabar siendo víctimas de ciertos aspectos disfuncionales de su temperamento. Para casi todos los demás, sólo con un trabajo constante y la debida persistencia es posible llegar a convertirse en un inversor razonable y sensato. Como ocurre con muchos aspectos de la condición humana, el punto fuerte de una persona suele ser el reverso de una cualidad que podría convertirse en su punto débil. Todo el mundo tiene aspectos en su vida que podrían conducir a errores de carácter psicológico o emocional. Seth Karman lo expresaba de este modo en su libro *Margin of Safety* : «Los malos inversores están dominados por la emoción. En vez de responder de manera tranquila y racional a las fluctuaciones del mercado, responden emocionalmente con avaricia y miedo». [7]

Munger cree que el nivel de éxito de un inversor vendrá determinado por su capacidad para controlar las necesidades disfuncionales que podrían derrotar a otros inversores. Como he señalado antes, es imposible que todo el mundo obtenga un rendimiento superior al mercado. Para bien o para mal, los errores que cometen otros inversores son una fuente de oportunidades en el sistema de Benjamin Graham. En la actualidad, ya es posible abordar su sistema desde una perspectiva muy distinta con el uso de ordenadores y programas para suprimir por completo las emociones humanas del proceso. Estos sistemas de aprendizaje

automático identifican patrones coherentes con los principios de la inversión en valor compartidos por aquellas empresas que obtienen un rendimiento superior al del mercado. Como el proceso tiene lugar automáticamente con algoritmos informáticos, las emociones humanas se eliminan de la selección de acciones. Aunque Buffett y Munger no usan el aprendizaje automático, es perfectamente coherente con sus principios. El software está revolucionando todos los sectores, y sería un error asumir que no será así en el caso de la inversión.

La mejor forma de descubrir si posees el temperamento adecuado para el sistema de Benjamin Graham quizá sea anotar con sumo cuidado el historial de tus decisiones de inversión. Este cuaderno de bitácora te ayudará a no convertirte en una víctima más de la negación psicológica. Si repasas tu historial de rendimiento, igual te das cuenta de que te iría mucho mejor si invirtieras en índices. Si no eres capaz de mantener la cabeza en su sitio cuando todas las personas que te rodean (incluyendo el Señor Mercado) están perdiendo la suya, quizá no tengas el temperamento adecuado para el sistema de inversión en valor de Graham. Llegar a la conclusión de que no estás hecho para ser esta clase de inversor no es ninguna tragedia. Al contrario, tratar de ser un inversor activo cuando no tienes el temperamento adecuado casi siempre acaba en tragedia.

12. Frugalidad

> No tenemos a un grupo aislado [de directivos] rodeado de sirvientes. El cuartel general de Berkshire es una habitación diminuta. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2004.)

> Si coges el dinero invertido en acciones ordinarias y le restas el 2 por ciento anual que se va en gastos de gestión, de mantenimiento y comisiones, la cantidad es superior a lo que pagan las empresas en dividendos. [...] Esto encajaría muy bien en *Alicia en el país de las maravillas* ; paga unos dividendos por valor de X y

> paga la misma cantidad a los asesores y gestores de inversiones. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2004.)

> Mozart [...] se dedicó a derrochar sus ingresos toda su vida; eso acaba convirtiendo a cualquiera en un desgraciado. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2007.)

Como su ídolo Benjamin Franklin y su socio Warren Buffett, Munger es bastante austero si tenemos en cuenta su riqueza, sobre todo en lo relacionado con sus gastos operativos. Como complemento al axioma «un penique ahorrado son dos peniques», [8] Benjamin Franklin escribió: «El camino a la riqueza es tan sencillo como el camino al mercado. Básicamente depende de dos palabras: diligencia y frugalidad; es decir, no malgastes ni el tiempo ni el dinero, y haz el mejor uso de ambos. Sin diligencia y frugalidad nada es posible, y, con ellas, todo lo es». [9] Otros inversores en valor de la escuela de Graham comparten esta misma opinión sobre la frugalidad. Walter Schloss era célebre por dirigir su empresa de gestión de inversiones desde una única habitación alquilada a otra empresa financiera. Sospecho que una parte de la frugalidad que puede observarse en los inversores en valor emana de su comprensión del coste de oportunidad y del poder del interés compuesto. De un modo natural, comparan el valor de un consumo en el presente con el valor de un consumo mayor en el futuro; y ahí es donde se encuentra la causa de su frugalidad.

13. Aversión al riesgo

> Usar la volatilidad [de una acción] como una medida de riesgo es de locos. Para nosotros, el riesgo es: 1) el peligro de una pérdida permanente de capital o 2) el peligro de unos ingresos inadecuados. Hay grandes negocios que tienen unos ingresos muy volátiles —por ejemplo, See's Candies suele perder dinero durante dos trimestres al año—, mientras que otras empresas horribles tienen unos ingresos constantes. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 1997.)

> En este lugar hay una sensatez sorprendente. Somos mucho más resistentes a los desastres que en otros sitios. No hemos forzado tanto las situaciones como otros habrían hecho. No quiero volver a la casilla de salida (como en el juego del Monopoly). Yo he estado en la casilla de salida. [...] Entre nuestros accionistas, muchos tienen la mayoría de sus ingresos en Berkshire, y tampoco quieren volver a la casilla de salida. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2001.)

> En Berkshire, cualquiera puede ver hasta qué punto tenemos aversión al riesgo. En primer lugar, operamos y nos comportamos de tal modo que ninguna persona racional va a tener que preocuparse por nuestro crédito. Y después de que hayamos hecho eso, también nos comportamos de tal modo que si, de repente, al mundo dejara de gustarle nuestro crédito, no nos daríamos cuenta durante meses, porque tenemos una gran cantidad de liquidez. En Berkshire, esa doble capa de protección contra el riesgo es tan natural como respirar. Simplemente forma parte de nuestra cultura. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2008.)

Como dejan claro las declaraciones anteriores, Munger cree que el riesgo no puede medirse solamente por la volatilidad de los precios de las inversiones en los mercados, como defienden algunas personas. La volatilidad sólo es un tipo de riesgo. Por ejemplo, si te vas a jubilar o tienes que pagar las cuotas de la universidad en un momento concreto, la volatilidad sólo es uno de los riesgos a los que te enfrentas, pero nunca el único. ¿Por qué los gestores de inversiones intentan equiparar el riesgo con la volatilidad, en lugar de considerarla sólo como una de sus variantes? Hay muchos gestores que quieren hacerte creer que la volatilidad es idéntica al riesgo porque, para ellos, sí lo es: si el precio de las acciones baja, los inversores salen corriendo y dejan de requerir sus servicios. A estos gestores también les encanta equiparar la volatilidad con el riesgo porque ofrece a los inversores la impresión de que el peligro puede cuantificarse con precisión; un factor que ayuda a justificar sus comisiones. Pero el riesgo no puede expresarse con un solo número. ¿Por qué los académicos también tratan de equiparar el riesgo con la volatilidad? Munger cree que es así porque: 1) contribuye a que sus matemáticas sean más bonitas, aunque no tengan casi nada que ver con la realidad, y 2) puede llevar a la

firma de atractivos contratos de consultoría con las empresas de gestión de inversiones. Muchas personas, como Nassim Taleb, han escrito libros que reflejan los defectos que se esconden detrás de la gestión del riesgo, y que se vuelven a manifestar en todas las crisis. En el mundillo de las inversiones suele contarse esta historia: un cirujano, un contable y la persona dedicada a gestionar el riesgo en un banco están debatiendo cuál de las tres profesiones es la más antigua. El cirujano dice:

—Dios hizo a Eva de la costilla de Adán. Evidentemente, la cirugía es la primera.

El contable discrepa y dice:

—Antes de eso, Dios creó el universo al poner orden en medio del caos. Eso es la contabilidad.

Entonces el gestor de riesgos decide meter baza:

—Os gano a los dos —dice—. Respondedme a lo siguiente: ¿Quién creó el caos?

Para dar con una interesante reflexión sobre la definición de riesgo, es una buena idea leer la carta que Buffett envió a los accionistas de Berkshire en 1993. En ella señalaba que el riesgo viene de no saber lo que estás haciendo. El riesgo es algo que un inversor debería desechar, en vez de calibrar. Buffett explicaba esta historia para describir la mejor forma de lidiar con el riesgo:

> Cada dos años, me incorporo a un grupo informal que se reúne para divertirse e investigar unos pocos temas. El septiembre pasado, reunidos en el Bishop's Lodge de Santa Fe, pedimos [a Ike Friedman, el genio que gestiona Borsheim's] que viniera y nos explicara cosas sobre joyas y el negocio de la joyería. Ike decidió deslumbrar al grupo, así que se trajo de Omaha unos 20 millones de dólares en mercancía bastante lujosa. Yo estaba un poco aprensivo —Bishop's Lodge no es Fort Knox— y mencioné mi inquietud a Ike durante nuestra fiesta de inauguración, en la víspera de su presentación. Ike me llevó a un rincón. «¿Ves esa caja fuerte? —dijo —. Esta tarde hemos cambiado la combinación y ni siquiera la dirección del hotel sabe cuál es.» Respiré más aliviado. Ike prosiguió: «¿Ves a esos tipos grandes con la pistola en el cinturón? Estarán custodiando la caja toda la noche». Ya estaba preparado para volver a unirme a la fiesta. Pero Ike se acercó un poco más: «Y además, Warren —me confesó—, las joyas no están en la caja

fuerte». (Warren Buffett, carta de 1989 a los accionistas de Berkshire, 1990.)

6

Las ocho variables del sistema de inversión en valor de Graham

Después de exponer los principios fundamentales del sistema de Benjamin Graham, ha llegado el momento de explicar que los inversores pueden tener estilos diferentes y, al mismo tiempo, seguir fieles a esta misma escuela. Recordarás que, en el contexto de los principios, lo que hay que tener y las variables que planteo en el libro, los aspectos que pueden cambiar entre los distintos estilos de cada inversor reciben el nombre de *variables* .

Primera variable: determinar el valor intrínseco apropiado de una empresa

La definición de valor intrínseco que aparece en el manual del accionista de Berkshire Hathaway es la siguiente:

> El valor intrínseco puede definirse de una forma muy sencilla: es el valor descontado del efectivo que puede obtenerse de una empresa durante toda la vida que le queda. El cálculo del valor intrínseco, sin embargo, no es tan sencillo. Como sugiere nuestra definición, el valor intrínseco es una estimación, más que una cifra exacta, y además es una estimación que debe modificarse si los tipos de interés varían o si se revisan las predicciones de los futuros flujos de caja. (Warren Buffett, *Owner's Manual* [Manual del accionista de Berkshire Hathaway], 2014.)

Como el efectivo que puede fluir de un negocio no es una renta y, por el contrario, se basa en una serie de factores fundamentales que es imposible predecir con certeza, determinar el valor de una empresa es más un arte que una ciencia. Casi todos los inversores tienen visiones ligeramente diferentes sobre la mejor forma de determinar el valor intrínseco de una empresa, y este hecho no tiene nada de malo en sí mismo. Por este motivo, es mejor pensar que el valor intrínseco está dentro de un rango, y no tanto que es una cifra exacta.

Algunas empresas tienen un valor intrínseco que es bastante sencillo de calcular, mientras que el de otras representa un misterio para los inversores en valor. Ni siquiera Munger intenta valorar todas las empresas, ni tampoco todos los casos:

> No tenemos un sistema que nos permita estimar el valor correcto de todas las empresas. Ponemos casi todo en la bandeja de lo «demasiado complicado», y sólo analizamos a conciencia unos pocos casos, los más sencillos. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2007.)

En una situación ideal, el proceso de determinar el valor intrínseco de una empresa es tan simple que Munger puede llevarlo a cabo en la cabeza. Mientras que las personas con una inteligencia más común quizá necesiten una calculadora para hacer esos mismos cálculos, el comentario de Munger sobre la sencillez y la búsqueda de unos resultados evidentes también es válida para cualquier otro inversor en valor. Si Munger determina que la valoración de una empresa es demasiado complicada, se limita a decir: «Paso». Es una idea muy potente y muy poco utilizada. Por usar una analogía sacada del béisbol, a Munger y a Buffett, como inversores, les encanta no tener que golpear con el bate para responder a todas las bolas que les lanzan.

La tendencia de muchas personas que pecan de exceso de confianza es la opuesta a la que demuestra Munger con su bandeja de lo «demasiado difícil». En otras palabras, las personas con un coeficiente intelectual elevado suelen deleitarse en la oportunidad de resolver evaluaciones muy difíciles, y creen que, por tener una

capacidad mental tan desarrollada, serán recompensadas con unos beneficios más altos. La realidad es que, cuando tratan de resolver problemas difíciles, las disfunciones emocionales y psicológicas son la causa de sus pérdidas, y no tanto la falta de inteligencia. Los problemas difíciles son siempre difíciles, y están plagados de oportunidades de cometer errores.

Determinar el valor de una empresa es más sencillo, y el resultado es mucho más preciso, cuando el proceso es simple. Incluso en los casos en que el proceso es relativamente sencillo, un inversor en valor siempre debe recordar que la valoración es imprecisa por naturaleza. Esta imprecisión es perfectamente aceptable para el inversor en valor porque, al mismo tiempo, también busca un margen de seguridad tan sustancial que haga de los cálculos exactos un requisito innecesario. Una buena analogía es la del camarero que debe decidir si un cliente tiene la edad legal requerida para beber alcohol. En un restaurante, hay clientes que están claramente por encima de la edad requerida para beber alcohol, igual que hay empresas que, sin lugar a dudas, tienen un valor intrínseco que ofrece el margen de seguridad necesario.

Buffett y Munger reconocen que no comparten la misma definición de valor intrínseco. Buffett cree:

> El valor intrínseco es muy importante, pero muy vago. Cuando dos personas analizan los mismos datos, resulta bastante inevitable —y esto también vale para Charlie y para mí— que al final obtengan unas cifras un poco diferentes al determinar el valor intrínseco. (Warren Buffett, Junta anual de Berkshire, 2003.)

La definición es lo bastante vaga como para que los inversores más inteligentes y experimentados puedan hacer los cálculos en la cabeza.

> Warren habla sobre esos flujos de caja descontados. Nunca le he visto hacer uno. (Charlie Munger, *Warren Buffett Speaks* , 2007.)

En la carta que escribió en 1994 como presidente de Berkshire, Buffett decía que «el valor intrínseco es un número que no se puede determinar con exactitud, aunque resulta esencial

hacer una estimación. [...] A pesar de su vaguedad, sin embargo, el valor intrínseco tiene una importancia absoluta y es la única forma lógica de evaluar el atractivo relativo de empresas e inversiones». [1] Aunque las ideas y los métodos de evaluación puedan variar en ciertos detalles, en general suelen ser bastante coherentes. En el proceso de valoración, el inversor no se inventa las cosas a medida que va avanzando. En opinión de Michael Price: «El valor intrínseco es lo que un hombre de negocios pagaría por el control total de la empresa con una diligencia debida y una gran línea de crédito. Para mí, el mejor indicador es ver dónde se negocia el control absoluto de la posición, no ver dónde se negocia en el mercado o se intercambian las acciones en relación con otras [empresas] comparables». [2]

Hay algunas empresas con ciertas características que Munger no se atrevería a tocar ni con guantes:

> Hay dos clases de negocios: el primero gana un 12 por ciento, y puedes recoger los beneficios a final de año. El segundo gana un 12 por ciento, pero tienes que reinvertir todo el efectivo que te sobra; o sea, que nunca te da dinero en metálico. Me recuerda al tipo que observa todas sus herramientas y dice: «Ahí está todo mi beneficio». Odiamos esa clase de negocios. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2003.)

Cuando Munger y Buffett valoran una empresa, utilizan lo que denominan «beneficios del propietario» como punto de partida. Los beneficios del propietario pueden definirse como: ingresos netos + depreciación + agotamiento + amortización - gastos de capital - capital circulante adicional. En este proceso, Berkshire utiliza los beneficios del propietario para estimar los gastos de capital que serán necesarios para mantener la rentabilidad financiera de la empresa. En el apartado de este libro que lleva por título «Las matemáticas de Berkshire» se incluye una explicación más completa sobre la forma de realizar el cálculo.

Los beneficios del propietario no son una métrica habitual en los procesos de valoración. Otros inversores en valor de la escuela de Graham pueden usar métricas diferentes, como los beneficios antes de impuestos e intereses (EBIT, por sus siglas en inglés) al

calcular el valor. Por ejemplo, en *El pequeño libro que bate al mercado* , Greenblatt considera la depreciación del EBIT como una variante de las inversiones en bienes de capital, y parece sugerir que sustituir la depreciación por los gastos en capital (capex) sería un método más adecuado.

Buffett tiene sus propias opiniones sobre la importancia del crecimiento para determinar el valor de una empresa, que parecen reproducir la visión de Munger:

> El crecimiento siempre es un componente en el cálculo del valor, y constituye una variable cuya importancia abarca desde lo insignificante a lo enorme, y cuyo impacto puede ser negativo, así como positivo. [...] El crecimiento sólo beneficia a los inversores cuando la empresa señalada puede reinvertirlo con un rendimiento gradual que resulte tentador; en otras palabras, sólo cuando cada dólar usado para financiar el crecimiento crea más de un dólar de valor de mercado a largo plazo. En el caso de una empresa con unos beneficios bajos que requiere un incremento gradual de los fondos, el crecimiento perjudica al inversor. (Warren Buffett, carta de 1992 a los accionistas de Berkshire, 1993.)

Es mucho más importante que, a pesar del paso del tiempo, la definición de valor intrínseco sea siempre la misma dentro de la cabeza del inversor que no que sus cálculos sean idénticos a los de otro profesional que también aplica el método de Graham. Como explicaré más adelante, el valor intrínseco es un punto de referencia en el análisis final del inversor mientras espera pacientemente a que el precio de la acción vaya oscilando arriba y abajo según va pasando el tiempo. Cuando hacen un análisis de la valoración, los inversores que siguen a Graham, como Munger, son muy conservadores.

Segunda variable: determinar el margen de seguridad adecuado

Margen de seguridad es una idea sencilla que cada inversor aplica

de manera diferente. Algunos inversores prefieren tener un margen de seguridad mucho más amplio que otros. Por ejemplo, un inversor en valor puede necesitar un 25 por ciento de margen de seguridad, mientras que otro requiere un 40 por ciento. Por supuesto, como el propio concepto de valor intrínseco es impreciso por definición, el cálculo del margen de seguridad también será un poco vago. Para simplificar las cosas, a Buffett y a Munger les gusta tener un margen de seguridad tan grande que sea innecesario hacer más cálculos mentales. Por supuesto, ambos pueden hacer más cálculos mentales que una persona normal con una calculadora, pero la idea sigue siendo válida. Munger quiere que los cálculos necesarios para valorar una inversión sean sencillos, abrumadoramente claros y positivos. Bill Gates ha comentado sobre esta cuestión:

> Ser bueno con los números no tiene por qué estar relacionado con ser un buen inversor. Warren no supera el rendimiento de otros inversores porque calcule mejor las posibilidades. En absoluto. Warren nunca realiza una inversión donde la diferencia entre hacerla y no hacerla dependa del segundo dígito de sus cálculos. No invierte —no batea— hasta que la oportunidad no parece increíblemente buena. (Bill Gates, *Fortune* , 1996.)

Muchas personas cometen el error de creer que las empresas de calidad les garantizan la seguridad. Una empresa determinada puede tener mucha calidad, además de un negocio atractivo, pero con eso no basta; el precio que pagas por sus acciones tiene mucha importancia. Empresas como Facebook, Nike o incluso Berkshire pueden ser muy importantes y tener un montón de ingresos y beneficios, pero su negocio no vale un precio infinito. Howard Marks lo expresa mejor:

> La mayoría de los inversores creen que la calidad, en contraposición al precio, es el factor determinante para establecer el riesgo de algo. Pero los activos de alta calidad pueden ser arriesgados, y los de baja calidad pueden ser seguros. Todo depende del precio que se pague por ellos. La creencia popular, por lo tanto, no sólo es la fuente de un rendimiento potencialmente bajo, sino también de un riesgo elevado. (Howard Marks, *Lo más importante para invertir con sentido común* , Profit Editorial, Barcelona, 2012.)

De forma parecida, sólo porque el precio de la acción de una empresa se haya hundido cuando venía de unos niveles anteriores muy elevados, el activo tampoco se convierte en algo seguro. En otras palabras, que una empresa esté lejos del valor que tenía hace unos años no significa que la compra de la acción esté garantizada en términos de margen de seguridad.

En cierta ocasión, Munger explicó así el concepto de margen de seguridad mientras describía al mentor de Buffett, Benjamin Graham:

> Graham tenía este concepto de valor para el propietario privado: que toda la empresa se vendería a ese precio si fuera posible. Y eso, en muchos casos, era calculable. Entonces, si pudieras coger el precio de la acción y multiplicarlo por el número total de acciones y obtener algo que fuera un tercio o menos del valor estimado, [Ben Graham] diría que tienes un enorme margen a tu favor. Incluso con un alcohólico decrépito en la dirección de un negocio aburrido, este significativo exceso de valor real a favor significa que pueden ocurrir todo tipo de cosas buenas. Se tiene un enorme margen de seguridad —en sus propias palabras— cuando se cuenta con este gran exceso de valor a favor. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Aunque los cálculos del valor intrínseco y del margen de seguridad puedan ser vagos e imprecisos, todavía constituyen una tarea básica dentro del sistema de inversión en valor de Benjamin Graham. Como escribió James Montier:

> La valoración es lo más parecido a la ley de la gravedad que tenemos en las finanzas. Es el primer factor determinante de los beneficios a largo plazo. Sin embargo, el objetivo de una inversión (en general) no es comprar a un valor justo, sino comprar con un margen de seguridad. Esto quiere decir que cualquier estimación del valor justo es sólo eso: una estimación, no una cifra exacta, por lo que el margen de seguridad proporciona un colchón muy necesario contra errores e imprevistos. Cuando los inversores violan [este principio] e invierten sin margen de seguridad, se están arriesgando a encontrarse con una deficiencia permanente de capital. (James Montier, *The Seven Inmutable Laws of Investing* , 2011.)

Regla de oro de la inversión: ningún activo (o estrategia) es

tan bueno como para tener que invertir en él sea cual sea el precio al que se pague. (James Montier, Carta al GMO, diciembre de 2013.)

Tercera variable: determinar el alcance del círculo de competencia de un inversor

> Tenemos que lidiar con cosas que seamos capaces de entender. (Charlie Munger, entrevista en la BBC, 2009.)
>
> Preferimos lidiar con las cosas que entendemos. ¿Por qué querríamos jugar un partido disputado en un terreno donde no tenemos ninguna ventaja —y sí quizá desventajas— en vez de jugar en un campo donde lo tenemos todo a nuestro favor? Cada uno de vosotros debe descubrir dónde reside vuestro talento. Y tenéis que usar vuestras ventajas. Pero si intentáis tener éxito en eso que se os da mal, vais a tener una carrera muy lamentable. Casi puedo garantizarlo. Para que no ocurra, tendríais que comprar un décimo de lotería premiado o tener mucha suerte en cualquier otra parte. (Charlie Munger, Facultad de Derecho de la Universidad de Stanford, 1998.)
>
> No creo que sea muy difícil averiguar dónde reside tu competencia. Si mides un metro sesenta, mejor que te olvides del baloncesto profesional. Noventa y dos años de edad, no vas a ser el protagonista de las películas románticas de Hollywood. Con 160 kilos, no puedes ser el primer bailarín del ballet Bolshoi... La competencia es un concepto relativo. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2014.)
>
> Soy bastante bueno en determinar mi nivel de incompetencia y, a partir de ahí, sólo hay que tratar de evitarlo. Pero prefiero pensar en esa pregunta a la inversa. Tenemos un buen porcentaje de bateo, y seguramente sea así porque somos un poco más competentes de lo que creemos ser. (Charlie Munger, entrevista en la CNBC, 2014.)

Entender los límites de tu propia competencia es muy valioso. Fred Wilson, inversor especializado en capital riesgo, lo expresaba muy bien y con gran sencillez: «La única forma de ganar es saber lo

que se te da bien y lo que no, y dedicarte a lo que se te da bien». [3] De igual modo, Munger cree que los inversores que se escapan de lo que él llama el «círculo de competencia» pueden meterse en graves problemas con suma facilidad. Dentro de su círculo de competencia, el inversor tiene una experiencia y unos conocimientos que le conceden una ventaja significativa sobre el mercado cuando evalúa una operación.

La idea que hay detrás del círculo de competencia es tan sencilla que hasta da un poco de vergüenza expresarla en voz alta: cuando no sabes lo que estás haciendo, ¿corres más riesgo que cuando sí sabes lo que haces? ¿Qué podría ser más sencillo? Y, aun así, los seres humanos no suelen actuar en consonancia con esta idea. Por ejemplo, el médico o el dentista que sabe mucho de lo suyo es una presa fácil para el comercial que vende acciones de una empresa que fabrica tecnología para la industria petrolífera.

Munger ha recordado que hasta uno de los mejores inversores del mundo salió de su círculo de competencia durante la burbuja de internet:

> Soros no podía soportar ver a la gente ganando dinero en el sector tecnológico sin verse involucrado, y acabó tirado en la cuneta. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2000.)

El concepto de círculo de competencia es una versión del análisis del coste de oportunidad, según Munger:

> Warren y yo sólo nos fijamos en sectores y empresas donde somos muy competentes. Todo el mundo tendría que hacer lo mismo. Tienes una cantidad limitada de tiempo y talento, y tienes que invertirla con inteligencia. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2011.)

El valor de la especialización también entra en juego en esta cuestión, por supuesto. Munger lo expresa de este modo:

> Warren y yo tenemos unas habilidades que pueden enseñarse a otras personas con bastante facilidad. Una de esas habilidades es conocer la ventaja que te reporta tu propia competencia. Si ignoras esto, entonces no eres competente. Y Warren y yo somos mejores que los demás desconectando de las estupideces habituales. Hemos

> dejado atrás a muchas personas con más talento y más disciplina, y sólo gracias a trabajar mucho para eliminar los errores más habituales. (Charlie Munger, *Stanford Lawyer* , 2009.)

Munger utiliza distintas estrategias para evitar los errores. Para expresar esta idea con una analogía, suele decir que le gustaría saber dónde va a morir para no visitar nunca ese lugar. Su amigo e inversor Li Lu describía una de esas estrategias:

> Cuando Charlie piensa sobre lo que sea, empieza dando la vuelta a las cosas. Para comprender cómo ser feliz en la vida, Charlie estudiará cómo hacer de la vida una tragedia; para averiguar cómo una empresa llega a hacerse grande y sólida, Charlie estudia primero cómo decaen y desaparecen; la mayoría de la gente está más interesada en cómo llegan a tener éxito en la bolsa, pero Charlie está más interesado en averiguar por qué fracasan. (Li Lu, *China Entrepreneur Magazine* , 2010.)

Al adoptar esta estrategia, Munger trata de limitar sus inversiones a aquellos sectores donde tiene una ventaja significativa en términos de competencia, y no sólo unos conocimientos básicos sobre el tema. Para ilustrar este punto, alguna vez ha hablado de un hombre que «se las había apañado para acaparar el mercado de los botones para zapatos; un mercado verdaderamente pequeño, pero era todo suyo». [4] Es posible obtener un rendimiento económico atractivo en un sector muy limitado, como los botones para zapatos, aunque eso sería un ejemplo extremo de un círculo de competencia muy pequeño. Ojalá los sectores en los que puedas construirte un círculo de competencia sean bastante más amplios que el mercado de los botones para zapatos. Sin embargo, si tratas de ampliar demasiado ese círculo de competencia, puedes obtener unos resultados desastrosos. Li Lu describe las palabras con las que Munger le explicó esta cuestión:

> Las cosas que una persona puede comprender de verdad a lo largo de su vida todavía son muy limitadas, así que resulta necesario que confine sus procesos de toma de decisiones dentro su «círculo de competencia». Una competencia que no tiene unos límites definidos no puede considerarse una verdadera competencia. (Li Lu, *China Entrepreneur Magazine* , 2010.)

Una vez que se establecen los límites del círculo de competencia, el desafío consiste en permanecer dentro de sus confines. En teoría, no hace falta saber física cuántica para permanecer dentro de esos límites, pero, en la práctica, a la mayoría de la gente le resulta muy difícil. Es mucho más probable que un inversor cometa un error cuando se tropieza con un comercial muy hábil que tiene el don de contar historias. En esta situación, la inteligencia emocional, que es muy diferente de la capacidad intelectual, adquiere una importancia transcendental. A los seres humanos les encantan las historias porque les permiten suspender la incredulidad y la desconfianza durante un tiempo. Algunos de los mayores farsantes de la historia financiera, como Bernie Madoff o Ken Lay, eran unos excelentes narradores. Las historias hacen que la gente ponga en pausa su propia incredulidad; un estado mental que es muy perjudicial para el proceso de inversión de cualquier persona.

Hay demasiados inversores que confunden la familiaridad con la competencia. Por ejemplo, que una persona vuele mucho en avión no significa que comprenda cómo funciona el sector de las aerolíneas con la profundidad necesaria como para convertirse en un inversor competente dentro de ese ámbito de la economía. Usar mucho Facebook no te convierte en una persona cualificada para invertir en una empresa emergente dedicada a las redes sociales. Si no has hecho nada más que usar un producto o un servicio, y no has analizado a fondo el negocio de una empresa, no deberías invertir en sus acciones.

Entre las personas que saben permanecer dentro de su círculo de competencia, hay que destacar a los consejeros delegados de las filiales de Berkshire. En una ocasión, por ejemplo, Buffett describió a Rose Blumkin, de Furniture Mart, como una persona que comprende muy bien las dimensiones de sus capacidades:

> Si te habías salido del perímetro de su círculo de competencia por sólo un par de centímetros, ella ni siquiera hablaba del tema. Sabía exactamente lo que se le daba bien, y no tenía ningún deseo de engañarse a sí misma sobre esas cosas. (Warren Buffett, *La bola de nieve* , 2018.)

Conocer los límites de tu círculo de competencias tiene una importancia fundamental. Munger tiene la sensación de que la respuesta debería ser evidente:

> Si tienes la competencia, entonces casi seguro que ya conoces sus límites. Hacerse la pregunta [de si has cruzado los límites] es responderla. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2002.)

Buffett está hablando de que saber dónde se encuentran los límites de tu círculo de competencia es bastante más importante que su tamaño. Si sólo eres competente en unas áreas concretas, pero permaneces dentro de ellas, puedes hacer las cosas muy bien. Munger ha dicho sobre esta cuestión:

> Renunciamos a muchísimas cosas. Todo lo que tienes que hacer es buscar un área concreta de tu competencia, y centrarte en eso. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

Es imprescindible que el inversor nunca deje de estar concentrado en evitar los errores. Si alguien intenta venderte algo que requiere decisiones demasiado complicadas, siempre tienes la opción de decir no. ¿Por qué querrías hacer cosas complejas cuando puedes encontrar operaciones que implican decisiones muy sencillas? Con el filtro del círculo de competencia, Munger sólo intenta invertir cuando tiene una ventaja desmesurada. Si no es así, prefiere no hacer nada (lo que es muy difícil para la mayoría de la gente).

> La razón por la que no estamos en empresas de alta tecnología es que tenemos una especial falta de aptitudes en esa área. Y sí, las empresas tecnológicas más básicas pueden ser muy difíciles. Sólo tienes que intentar abrir un restaurante y tratar de conseguir que tenga éxito. [...] ¿Por qué hacerse rico tendría que ser sencillo? En un mundo competitivo, no debería haber una forma sencilla de hacerse rico. (Charlie Munger, Junta de Wesco, 1998.)

En un sector de la economía como el tecnológico, tanto Munger como Buffett han reconocido que no comprenden el funcionamiento del negocio con la profundidad necesaria para poder invertir en él. Creen que ni siquiera tienen la capacidad para

predecir los beneficios del propietario de una empresa tecnológica a cinco años, y menos aún dentro de varias décadas. Pero todas las empresas usan algún tipo de tecnología, y Munger y Buffett no las excluyen de su círculo de competencia.

Las reticencias de Munger hacia las inversiones en el sector tecnológico se remontan a los errores que cometió en las primeras etapas de su vida, precisamente por aventurarse lejos de su círculo de competencia. Munger probó por primera vez el sector tecnológico al inicio de su carrera, cuando adquirió una empresa que fabricaba instrumental y herramientas. Aquella vez su experiencia no fue positiva. El mejor científico de la empresa fue contratado por un inversor especializado en capital riesgo; después apareció la cinta magnética, lo que empeoró todavía más el rendimiento del negocio. Munger dijo que aquella experiencia estuvo a punto, en sus propias palabras, de «mandarlo a la quiebra».

> Warren y yo no tenemos la sensación de contar con alguna ventaja importante en el sector de la alta tecnología. De hecho, sentimos que estamos en gran desventaja cuando intentamos comprender la naturaleza de los avances técnicos en el software, los chips de procesamiento o lo que sea. Así que preferimos evitar esas cosas, teniendo en cuenta nuestras propias deficiencias personales. De nuevo, es una idea muy muy potente. Todas las personas van a tener su propio círculo de competencia. Y va a ser muy difícil ampliar ese círculo. Si tuviera que ganarme la vida como músico..., si la música fuera la unidad de medida estándar de la civilización, ni siquiera puedo imaginar un nivel lo bastante bajo para describir dónde me encontraría. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

La decisión personal de Munger sobre las inversiones en empresas tecnológicas no significa que este sector no pueda ser adecuado para otras personas con un círculo de competencia que sí incluya los conocimientos pertinentes.

El sector tecnológico presenta desafíos adicionales porque la incertidumbre es elevada y la velocidad de la innovación es enorme. Buffett ha dicho: «Predecir los datos económicos a largo plazo de las empresas que operan en sectores que cambian a gran

velocidad está muy lejos de nuestro perímetro». [5] Un inversor puede gestionar esos cambios si tiene mucho cuidado cuando sitúa su círculo de competencia dentro del sector tecnológico. No hace falta saber mucho sobre tarjetas gráficas para conocer a fondo cómo funciona la transmisión de datos por vía inalámbrica, por ejemplo. Pensar lo contrario es tentar al destino. Como preguntaba Clint Eastwood en la película *Harry el Sucio* : «Tienes que hacerte una pregunta: ¿Hoy me siento afortunado?».

Cuarta variable: determinar la cantidad que se compra de cada activo

> Nuestro estilo de inversión ha recibido un nombre —«inversión focalizada»—, lo que significa tener diez cosas en propiedad, no cien o cuatrocientas. La inversión focalizada está creciendo un poco, pero lo que sí crece de verdad es el uso ilimitado de consultores para asesorar sobre la asignación de activos, para analizar a otros asesores, etcétera. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2010.)

Además de quejarse de los asesores y sus tarifas, Munger está diciendo que la diversificación no le parece una estrategia atractiva. Algunos inversores en valor diversifican, mientras que otros, como Munger, concentran su cartera. Una persona puede adoptar como estrategia una cartera diversificada o concentrada, y no dejar de ser un inversor en valor que aplica el sistema de Graham. Después de tomar la decisión de trabajar como inversor activo, Munger se ha convertido en un firme partidario de concentrar su cartera. La siguiente declaración es muy representativa de su opinión sobre estas cuestiones:

> [Con] la indexación oculta [...] estás pagando una fortuna a un gestor, y tiene el 85 por ciento de sus activos invertidos en paralelo a un índice. Si tienes un sistema parecido, te están tomando el pelo. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2005.)

En gran medida, Munger ha desarrollado esta filosofía siguiendo el ejemplo de Phil Fisher. En lo que respecta al debate entre diversificación y concentración, Munger cree que la segunda es, para él, la respuesta adecuada:

> Siempre me gusta que una persona atractiva esté de acuerdo conmigo, así que tengo recuerdos muy gratos de Phil Fisher. A mí me parece muy evidente que la idea de que es difícil encontrar buenas inversiones, y que es mejor concentrarse en unas pocas, es buena idea. Pero el 98 por ciento de la gente en el mundo de la inversión no piensa de esa manera. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2004.)

Los inversores que escogen la concentración en lugar de la diversificación tienen razones ligeramente diferentes para justificar su decisión, pero hay ciertas coincidencias en algunos puntos. Seth Klarman señaló que es mejor saber mucho de diez o quince empresas que saber sólo un poco de muchas. Si somos realistas, el número de acciones que una persona puede seguir al detalle —y los datos económicos sobre un sector concreto que puede comprender mejor que el mercado— es bastante inferior a veinte. Por ejemplo, la idea de que un dentista que trabaja a tiempo completo en su consulta va a saber seleccionar mejor las acciones tecnológicas que el mercado, sobre todo después de gastos y comisiones, es poco probable. Recuerda que la tarea no sólo consiste en escoger una empresa de calidad, sino también en encontrar una operación a un precio mal ajustado.

Otros inversores en valor discrepan de los postulados de Munger y creen en la diversificación. Dos ejemplos notables fueron el propio Ben Graham y Walter Schloss. Jason Zweig ha señalado que «incluso el gran analista de inversiones, Benjamin Graham, pedía una "diversificación adecuada, pero no excesiva", lo que definía como tener entre diez y treinta valores». [6] Bastantes años después de la Gran Depresión, ya no era posible diversificar mucho invirtiendo sólo en acciones cotizadas. Algunos inversores, que querían diversificar más que Munger, buscaban mercados menos líquidos y con un índice de negociación más bajo, como los de deuda con dificultades (*distressed debt*). Por supuesto, estos

mercados menos líquidos y con menos negociación son también los lugares donde es más habitual que los activos tengan un precio que en realidad no les corresponde, por lo que un inversor en valor racional puede encontrar verdaderas gangas. Buffett cree que la diversificación es una protección contra el peligro de no saber lo que estás haciendo, y si hablamos de inversiones, casi nadie sabe lo que está haciendo. La estrategia más diversificada es adquirir una cartera de fondos indexados y ETF de bajo coste.

Munger considera que uno de los casos más tristes de este mundillo es el ejemplo del inversor activo que ha puesto su dinero en tantas acciones que, a la hora de la verdad, no hace otra cosa que aplicar una estrategia de «indexación oculta». Los inversores que adoptan el sistema de Berkshire son inversores focalizados. Munger apuntaba:

> Los inversores que aplican el estilo de Berkshire suelen estar menos diversificados que otras personas. Los académicos han hecho un flaco favor a los inversores inteligentes al glorificar la idea de diversificación. Porque yo creo que el concepto en sí es una locura. Da toda la importancia a sentirse bien por ver que los resultados de tus inversiones no se alejan demasiado de la media. Pero ¿por qué querrías subirte a ese tren a no ser que alguien te amenace con un látigo y una pistola? (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2005.)

Quinta variable: determinar cuándo vender un activo

> Vender [algo] cuando se acerca a tus cálculos de lo que sería su valor intrínseco es difícil. Pero si puedes comprar unas pocas empresas buenas de verdad, entonces puedes tumbarte a la bartola. Lo cual está muy bien. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2000.)

> No solemos vender negocios operativos. Es una elección que es un estilo de vida. Hemos comprado bien. Tenemos unas pocas empresas con las que quizá nos iría mejor si las vendiéramos. Pero, a fin de cuentas, nos va mucho mejor si no gestionamos la cartera

como si jugáramos al *gin rummy* , revolviéndola una y otra vez. Queremos tener la reputación de no ser unos tipos que cambian y revuelven su cartera una y otra vez. No revolver las cosas es una ventaja competitiva. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2008.)

Para nosotros, invertir es el equivalente a salir y apostar contra el sistema de apuestas mutuas. Buscamos a un caballo que tenga una oportunidad entre dos de ganar, y que se pague a tres a uno. En otras palabras, buscamos una apuesta a un precio incorrecto. En eso consiste la inversión, y tienes que saber lo necesario para darte cuenta de que la apuesta tiene un precio incorrecto. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Una persona que está en una posición donde hace unas pocas inversiones, pero muy buenas, y que sólo se dedica a sentarse y esperar, va a tener grandes ventajas: pagas menos a los brókeres. Escuchas menos sinsentidos. Y si funciona, el sistema fiscal del Estado te da uno, dos o tres puntos porcentuales extras por cada año acumulado. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

Munger está señalando en estas declaraciones que los inversores en valor han adoptado una amplia variedad de estrategias para decidir si deben vender una posición determinada y, en caso afirmativo, cuándo hacerlo. Él prefiere comprar una parte o la totalidad de una empresa y conservarla para siempre. Esta decisión está parcialmente motivada por el hecho de que el inversor que conserva sus acciones a largo plazo obtiene ciertas ventajas fiscales y de otro tipo. Como no incurre en gastos por impuestos, transacciones, etcétera, los beneficios acumulados para el inversor son bastante más elevados. A diferencia de Munger, otros inversores en valor prefieren vender sus activos cuando alcanzan un precio cercano a su valor intrínseco. No hay una respuesta correcta a la pregunta de si hay que vender un activo o de cuándo hacerlo, y cómo responde cada inversor a esta pregunta depende en parte de su temperamento. Sin embargo, la mayoría de los inversores en valor de la escuela de Graham parecen preferir la estrategia de Munger.

Sexta variable: determinar cuánto dinero invertir cuando se encuentra un activo mal valorado

> Nadie ha concedido a los seres humanos el talento de saberlo todo, sobre cualquier cosa y en todo momento. Pero a los seres humanos que trabajan duro —que buscan e inspeccionan el mundo para encontrar una operación mal valorada— se les concede la capacidad de dar con una buena operación de vez en cuando. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

> Hemos llegado a este concepto de encontrar una operación mal valorada, y de cargar al máximo la posición cuando estábamos muy seguros de tener la razón. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

> Los inteligentes apuestan fuerte cuando el mundo les ofrece esa oportunidad. Apuestan a lo grande cuando las probabilidades están de su lado. Y el resto del tiempo no lo hacen. Es así de simple. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

> Jugar al póker en el Ejército y como joven abogado perfeccionó mis habilidades para los negocios. Lo que tienes que aprender es a retirarte pronto cuando las posibilidades están en tu contra o, si tienes una gran ventaja, a apostar fuerte, porque no se tiene una gran ventaja muy a menudo. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

> El modelo que me gusta —para tratar de simplificar el concepto de lo que ocurre en la bolsa— es el sistema de apuestas mutuas en las carreras de caballos. La gente va al hipódromo, apuesta y las probabilidades van cambiando en función de esas apuestas. Eso es lo que ocurre en la bolsa. Cualquier tonto puede ver que un caballo que carga con un peso ligero, que tiene un buen porcentaje de victorias y que parte de una buena posición, etcétera, tiene muchas más probabilidades de ganar que otro con un historial terrible, exceso de peso, etcétera. Pero si te fijas en las probabilidades, el caballo malo se paga 100 a 1, mientras que el bueno se paga 3 a 2. Es entonces cuando no está claro cuál de las dos apuestas es la mejor desde un punto de vista estadístico, si aplicas las matemáticas de Fermat o Pascal. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Al invertir exclusivamente dentro de su círculo de

competencia, Munger sólo intenta operar cuando ha obtenido una ventaja injusta. Cuando tiene esa ventaja desproporcionada, algo que no ocurre demasiado a menudo, apuesta a lo grande. Esto significa que es menos activo que otros inversores. Él cree que comprar y vender acciones porque sí (por ejemplo, para estar ocupado) es muy mala idea. Los prejuicios de Munger contra lo que él denomina «hiperactividad inversora» son bastante fuertes. Cuando tengas dudas, su consejo es que no hagas nada.

> Yo diría que, en este tema, si nuestras predicciones han acabado siendo un poco mejores que las de otras personas, en realidad sólo se debe a que hemos tratado de hacer menos predicciones. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 1998.)

> Probamos y predecimos qué inversiones concretas van a nadar bien en relación con la marea. Y, entonces, solemos aceptar los efectos de la marea a medida que va bajando. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2001.)

A Munger no le gustan las situaciones donde hay que tomar una decisión muy reñida sobre una inversión. No cabe ninguna duda de que nunca invertiría en un activo que tenga algún gran inconveniente y una pequeña ventaja. Una de las mejores expresiones de esta idea que he leído jamás lleva la firma del famoso inversor Sam Zell:

> Escucha, hacer negocios es fácil. Si tienes un pequeño inconveniente y una gran ventaja, tienes que hacerlo. Si tienes un gran inconveniente y una pequeña ventaja, sales corriendo. El único momento en que tienes trabajo que hacer es cuando tienes una gran ventaja y un gran inconveniente. (Sam Zell, *The New Yorker* , 2007.)

En términos de teoría financiera, un inversor inteligente está buscando *opcionalidad* . Nassim Taleb describió lo que busca el inversor inteligente de este modo: «Beneficios que siguen un tipo de distribución estadística por fuerza mayor, con una gran ventaja, casi ilimitada, pero que, debido a la opcionalidad, tienen unos inconvenientes muy limitados». [7] Hay un chiste que ilustra muy bien el valor de la opcionalidad. Durante un vuelo de larga distancia, un banquero de inversión y un carpintero están sentados

en butacas contiguas. El banquero de inversión pregunta al carpintero si le gustaría probar un juego divertido. El carpintero está cansado y sólo quiere echar la siesta, así que rechaza la oferta con educación e intenta dormir. Elevando la voz, el banquero de inversión insiste en que el juego es muy divertido y dice:

—Te haré una pregunta y, si no sabes la respuesta, sólo tienes que pagarme cinco dólares. Entonces tú me haces una pregunta y si yo no sé la respuesta, te pagaré quinientos dólares.

Para que se calle, el carpintero accede a jugar. El banquero de inversión hace la primera pregunta:

—¿Cuál es la distancia entre la Tierra y Saturno?

El carpintero no abre la boca, saca los 5 dólares, se los da al banquero de inversión y luego pregunta:

—¿Qué sube una montaña con tres patas y después la baja con cuatro? —Y, a continuación, cierra los ojos otra vez para descansar.

El banquero de inversión abre inmediatamente su portátil, se conecta al wifi del avión y busca sin éxito la respuesta en internet. Entonces decide enviar varios correos electrónicos a sus amigos más avispados, pero tampoco tienen la respuesta. Después de dos horas de búsqueda, al final se rinde, despierta al carpintero y le da los 500 dólares. El carpintero coge el dinero y vuelve a dormirse. Mientras, el banquero de inversión cree que necesita saber la respuesta o se volverá loco, así que despierta al carpintero y le pregunta:

—¿Qué sube una montaña con tres piernas y después baja con cuatro?

El carpintero le da cinco dólares y vuelve a dormirse.

Séptima variable: determinar si hay que tomar en consideración la calidad de la empresa

> Ben Graham tenía ángulos muertos. Valoraba demasiado poco la cuestión de que, a veces, vale la pena pagar una gran prima adicional por algunas empresas. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

El método que Munger utiliza para valorar una empresa está influenciado a partes iguales por Ben Graham y Phil Fisher. La importancia de Phil Fisher en la evolución del pensamiento de Munger sobre el sistema de inversión en valor de Graham resulta fundamental. Para Fisher, una gran diversificación es, en esencia, una forma de indexación oculta. Él creía que un inversor debe centrarse en un número relativamente pequeño de acciones si pretende superar al mercado. Fisher también prefería conservarlas en cartera durante un período de tiempo casi ilimitado; por ejemplo, compró Motorola en 1955 y la mantuvo hasta 2004. Fisher también creía que las grandes oportunidades de inversión aparecen en contadas ocasiones, y sólo a aquellos profesionales que están dispuestos a esperar con paciencia hasta encontrarlas. Pensaba que los cambios y los ciclos en la actitud del Señor Mercado son inevitables. A diferencia de otros muchos inversores, Fisher otorgaba un peso significativo a la calidad del negocio subyacente. Por esta razón, fue capaz de superar al mercado como inversor, a pesar de que no buscaba *acciones colilla* .

Una estrategia que incorpore las ideas de Fisher será muy distinta al método que aplicaría un inversor en valor como Seth Klarman. Tanto Munger como Klarman quieren un margen de seguridad, un principio clásico del sistema de Ben Graham, pero cada inversor prefiere calcular el valor intrínseco y el margen de seguridad de maneras diferentes. Para Munger, el sistema empleado por Fisher era muy superior:

> Si yo nunca hubiera nacido, Warren habría metamorfoseado hasta apreciar mucho más las buenas empresas, y hubiera estado menos interesado en las acciones colilla. El suministro de colillas se estaba agotando. La deriva natural era seguir ese camino sin Charlie Munger. Pero tenía el cerebro un poco comido por idolatrar a Ben Graham, y por haber ganado mucho dinero usando sus métodos, como para poder empujarlo a seguir un poco más rápido la dirección por la que yo iba. (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2005.)

> El problema con lo que yo denomino «el concepto clásico de Ben Graham» es que poco a poco el mundo se hizo más sabio [después de que pasara el tiempo suficiente tras la Gran Depresión] y aquellas gangas tan evidentes desaparecieron. [...] Los seguidores de Ben Graham respondieron modificando el calibrado de sus contadores Geiger. En efecto, empezaron a definir las gangas de un modo diferente. Y, aun así, la cosa seguía funcionando bastante bien. Así que el sistema intelectual de Ben Graham era en realidad bastante bueno. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Podría decirse que, a día de hoy, Buffett coincide en muchas cosas con Fisher, y no sólo en aquel 15 por ciento que había mencionado alguna vez, pero la verdad es que sólo él sabe hasta qué punto mi afirmación es cierta. Fue la influencia de Munger lo que alejó a Buffett de la estrategia clásica de Ben Graham. Su inversión en See's Candies es uno de los primeros casos en que Berkshire pagó más por una empresa de calidad. Lo que Munger y Buffett descubrieron era que See's Candies tenía una capacidad ilimitada para fijar los precios, lo que le permitía incrementar su rendimiento económico de forma muy significativa. Tras la compra de See's Candies, los dos inversores descubrieron que podían subir los precios y que a los clientes no parecía importarles. Munger se refiere a esta capacidad para subir los precios sin causar una caída significativa en las ventas como «poder de fijación de precios». Buffett dijo en una ocasión: «Hace más de cincuenta años, Charlie me dijo que era mucho mejor comprar un negocio maravilloso al precio correcto que comprar un negocio correcto a un precio maravilloso». [8] Lo que Charlie quiere decir aquí es que una empresa con una calidad superior adquirida al precio correcto todavía puede ser una verdadera ganga, coherente con los principios del sistema de inversión en valor de Graham.

En parte, este cambio hacia los postulados de Fisher sobre la valoración de empresas tuvo lugar porque el tipo de negocios que Graham quería comprar empezó a desaparecer a medida que se alejaban los tiempos de la Gran Depresión. El cambio hacia las ideas de Fisher se acabó de materializar gracias al éxito que Munger y Buffett estaban obteniendo en los mercados. Debido a su

éxito, tan constante como persistente, Berkshire debía poner a trabajar unas cantidades desmesuradas de efectivo cada año, y encontrar el número necesario de inversiones colilla a esa escala es una tarea imposible.

A diferencia de los inversores en valor más fieles a Graham, Munger creía que su estilo de inversión tenía que evolucionar.

> Los grahamitas [...] se dieron cuenta de que una empresa que se vendiera a dos o tres veces su valor nominal todavía podía ser una verdadera ganga debido a la fuerza y al impulso implícitos en su posición, a veces combinados con unas capacidades de gestión poco habituales presentes en una u otra persona o alguna clase de sistema, o lo que sea. Después de saltar el obstáculo que significaba reconocer que una cosa puede ser una ganga con unos indicadores cuantitativos que habrían horrorizado a Graham, empezamos a pensar en negocios mucho mejores. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Para Munger, no considerar la calidad del negocio subyacente cuando se adquiere un activo es demasiado restrictivo.

> El juego de la inversión siempre obliga a considerar tanto la calidad como el precio, y el truco consiste en obtener más calidad de la que pagas por el precio. Es así de simple. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

> En realidad, hemos hecho mucho dinero con los negocios de alta calidad. En algunos casos, hemos comprado toda la empresa. Y, en otros, sólo hemos comprado una gran parte de las acciones. Pero cuando analizas lo que ha ocurrido, ves que hemos hecho dinero de verdad con las empresas grandes. Y la mayoría de la gente que también ha hecho mucho dinero lo ha logrado con empresas de alta calidad. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Munger cree que cuanto mejor sea la calidad de una empresa, mayor será la fuerza del viento que soplará a tu favor a largo plazo.

¿Cómo valoran la calidad Munger y Buffett?

> Dejando al margen la cuestión del precio, la mejor empresa que uno puede comprar es aquella que, durante un largo período de tiempo, puede utilizar grandes cantidades de un capital creciente a una tasa de rendimiento muy elevada. El peor negocio que puedes

tener es aquel que debe hacer lo contrario: o sea, tener que utilizar unas cantidades aún mayores de capital con un porcentaje de beneficios muy bajo. (Warren Buffett, carta de 1992 a los accionistas de Berkshire, 1993.)

Algo que interesa especialmente a Munger y Buffett de una empresa es la magnitud y la supervivencia de su capacidad para obtener un buen rendimiento sobre el capital. El rendimiento del capital invertido (ROIC, por sus siglas en inglés) es la ratio del beneficio operativo después de impuestos dividido por la cantidad de capital invertido en el negocio. Para Munger y Buffett, en pocas palabras, lo que determina la calidad es cuánto gana una empresa a partir del capital que destina a su negocio. El crecimiento de la empresa no es, por sí mismo, ni bueno ni malo. En la misma carta de 1992, Buffett escribió:

> El crecimiento sólo beneficia a los inversores cuando la empresa señalada puede invertir a un rendimiento gradual que resulta tentador. En otras palabras, sólo cuando cada dólar usado para financiar el crecimiento crea más de un dólar de valor de mercado a largo plazo. (Warren Buffett, carta de 1992 a los accionistas de Berkshire, 1993.)

Octava variable: determinar qué empresas adquirir (del todo o en parte)

> Necesitamos tener una empresa con características que nos den una ventaja competitiva duradera. (Charlie Munger, entrevista en la BBC, 2009.)

> Tienes que saber muchas cosas sobre tu negocio. Tienes que saber un montón sobre ventaja competitiva. Tienes que saber un montón sobre la sostenibilidad de tu ventaja competitiva. Tienes que disponer de un cerebro que cuantifique las cosas en términos de valor. Y tienes que comparar esos valores con otros valores disponibles en la bolsa. (Charlie Munger, *Kiplinger* , 2005.)

> Juzga la calidad duradera del negocio en términos de su

ventaja competitiva. (Charlie Munger, *Harvard Law Bulletin* , 2001.)

> Compramos barreras. Construirlas no es fácil. [...] Nuestras mejores marcas no las hemos creado nosotros. Las hemos comprado. Si estás comprando algo a un gran descuento de su valor de reposición y resulta que es difícil de reponer, tienes una gran ventaja. Con un solo competidor basta para acabar con una empresa que sobrevive con un pequeño margen. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2012.)

> Somos partidarios de poner grandes cantidades de dinero donde no tengamos que tomar más decisiones. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2001.)

> La diferencia entre un buen negocio y un mal negocio es que el bueno te presenta decisiones fáciles una y otra vez. El malo te presenta decisiones difíciles una y otra vez. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 1997.)

¿Por qué hay empresas que generan decisiones sencillas para sus fundadores y sus inversores? Una parte importante de la respuesta se encuentra en la microecononomía: si no hay una barrera significativa a la entrada en ese mercado, que crea una *ventaja competitiva sostenible* , la inevitable competencia provocará que el rendimiento sobre la inversión de esa empresa caiga al coste de oportunidad, y entonces no habrá beneficio económico para el productor. La analogía que usan en Berkshire es que el negocio en sí debe verse como el equivalente de un castillo, y que el valor de ese castillo vendrá determinado por la fuerza de su *foso* defensivo.

Determinar si una empresa cuenta con un foso duradero es, sin lugar a dudas, el atributo más importante para un inversor como Munger. Él describe este foso de dos maneras diferentes, pero ambas destacan la importancia de que se siga manteniendo en su sitio a medida que pasa el tiempo:

> Debemos tener un negocio con ciertas características inherentes que le otorguen una ventaja competitiva duradera. (Charlie Munger, entrevista en la BBC, 2009.)

> Intentamos comprar negocios con una ventaja competitiva duradera a un precio bajo o incluso al precio correcto. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2004.)

En el apéndice titulado «El foso» aparece una descripción más detallada de los elementos que lo componen. Si ya has llegado hasta aquí en la lectura del libro y has decidido poner en práctica la versión del sistema de inversión en valor de Graham desarrollada por Buffett y Munger (que incluye la valoración de la calidad del negocio), tendrás que comprender en profundidad la naturaleza de los fosos. Los inversores en valor que buscan acciones colilla pueden alegar que no necesitan comprender tan bien la naturaleza de las empresas que poseen, pero creo que entender bien en qué consisten tiene un gran valor, incluso para ellos. Como ya he mencionado antes, para evaluar la calidad de una empresa tienes que comprender sus fundamentos. A algunas personas les parecerá algo muy aburrido, mientras que otras (como yo) lo encuentran fascinante. Si este tema te parece aburrido, las posibilidades de que tengas éxito como inversor en valor caen en picado.

7

Lo que hay que tener en una empresa

Algunos lectores de este libro sobre la implementación del sistema de inversión en valor llevada a cabo por Charlie Munger quizá se pregunten por qué dedica tanto tiempo a lo que se conoce como los *fundamentos* de una empresa. Si empiezas a pensar de este modo, por favor, recuérdate a ti mismo que un activo financiero, como la acción de una empresa, no es un trozo de papel; es en realidad una participación proporcional en un negocio subyacente. No puedes ser un inversor de éxito que cumple con los principios de Graham si no comprendes el negocio subyacente.

La gestión es uno de los aspectos fundamentales de cualquier negocio. Munger y Buffett son famosos por delegar casi toda la autoridad y la responsabilidad de gestionar sus empresas en las filiales de Berkshire, con la excepción de la asignación del capital y la creación de los sistemas de remuneración. En otras palabras, aunque la gestión de los distintos negocios de Berkshire está extremadamente descentralizada, la asignación de activos y los sistemas de remuneración están extremadamente centralizados.

1. Capacidad para asignar el capital

La primera actividad en la gestión de Berkshire es la asignación del capital. Munger escribió:

> Una asignación adecuada del capital es el trabajo número uno

del inversor. (Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack* , 2005.)

Para Buffett y Munger, la tarea más importante dentro de la asignación del capital es coger el efectivo generado por una empresa como See's Candies y utilizarlo en la mejor oportunidad que aparece en Berkshire. La opinión de Buffett sobre la importancia de la asignación del capital está descrita con gran sencillez:

> Charles T. Munger, el vicepresidente de Berkshire Hathaway, y yo sólo tenemos dos trabajos: el primero es atraer y conservar a gestores excelentes para que dirijan nuestras distintas operaciones. El segundo es la asignación del capital. (Warren Buffett, *The Essays of Warren Buffett* , 2011.)

Munger y Buffett creen que la asignación del capital es una habilidad que muchos directivos no han adquirido todavía antes de convertirse en consejeros delegados de una empresa. En su opinión, es muy probable que el nuevo consejero delegado venga del ámbito del marketing, las ventas, el derecho o las propias operaciones, y que tenga poca experiencia real en la asignación de capital. Creen que este hecho puede causar grandes problemas en una empresa, porque el consejero delegado no sabrá cómo tomar decisiones críticas que maximicen los beneficios de los accionistas. Es inteligente recordar que, cuando alguien vende, lo hace por algún motivo. Buffett explica esta cuestión con una anécdota. Un hombre le dice a un veterinario:

—¿Puede ayudarme? A veces mi caballo trota perfectamente, pero otras veces cojea.

El veterinario responde:

—Ningún problema. Cuando trote bien, véndalo. [1]

La tarea más importante de la asignación del capital consiste en coger el dinero en efectivo generado por una empresa y utilizarlo cuando se presenta la mejor oportunidad imaginable, y evitar lo que Buffett llama el *imperativo institucional* :

> La racionalidad languidece cuando el imperativo institucional entra en juego. Por ejemplo: (1) como si estuviera bajo la influencia de la primera ley del movimiento de Newton, una institución se

> resistirá a cualquier cambio en su dirección actual; (2) así como el trabajo se va ampliando para llenar el tiempo disponible, los proyectos y adquisiciones empresariales se irán haciendo realidad para absorber los fondos disponibles; (3) cualquier antojo del líder, por ridículo que sea, enseguida contará con el respaldo de detallados estudios estratégicos y financieros preparados por sus tropas; y (4) el comportamiento de otras empresas similares, tanto si amplían, adquieren o establecen una compensación para sus ejecutivos, será imitado sin pensar. (Warren Buffett, Junta anual de Berkshire, 1989.)

La cultura creada por Buffett y Munger en Berkshire tiene la misión de rechazar el imperativo institucional como si fuera un cuerpo extraño. Buffett ha dedicado un tiempo considerable a cerciorarse de que esta cualidad acaba formando parte de su legado en Berkshire. Ha escrito que, en Berkshire, «la lista de deseos de la dirección no se completa a expensas de los accionistas», y añadía en su explicación:

> Muchos directivos [príncipes] mantienen una serena confianza en el poder futuro de sus besos; incluso después de que el patio trasero de sus empresas se haya llenado de ranas sin ganas de responder. (Warren Buffett, carta de 1981 a los accionistas de Berkshire, 1982.)

> Los directores de muchas empresas no tienen la habilidad necesaria para la asignación de capital. Su deficiencia no es sorprendente. La mayoría de los jefes llegan a lo más alto porque han destacado en un área como el marketing, la producción, la ingeniería, la administración o, en ocasiones, la política institucional. Después de convertirse en consejeros delegados, deben afrontar nuevas responsabilidades. Ahora deben tomar decisiones sobre la asignación del capital, un trabajo trascendental que quizá nunca hayan abordado y que no es fácil de dominar. Los consejeros delegados que reconocen su falta de capacidad para asignar el capital (algo que no todos hacen) muchas veces intentan compensarla recurriendo a su personal, a consultores de dirección o a banqueros de inversión. Charlie y yo vemos con frecuencia las consecuencias de esa ayuda. Por regla general, creemos que lo más probable es que agrave el problema de la asignación del capital en lugar de resolverlo. Al final, hay mucha asignación de activos muy poco inteligente en los Estados Unidos corporativos. (Por eso oyes hablar tanto de «reestructuración».) (Warren Buffett, carta anual de 1987 en Berkshire, 1988.)

2. Sistemas de remuneración que crean una convergencia con los accionistas

Munger cree que los sistemas de remuneración son demasiado importantes como para dejarlos en manos de otras personas.

> No basta con comprar el negocio adecuado. También debes tener un sistema de remuneración que sea satisfactorio para la gente que lo dirige. En Berkshire Hathaway no tenemos un [único] sistema; tenemos sistemas diferentes. Son muy simples y no solemos modificarlos demasiado a menudo. Es sorprendente lo bien que esto nos ha funcionado. Redactamos un acuerdo de una página con Chuck Huggins cuando compramos See’s y nunca lo hemos tocado. Nunca hemos contratado a un consultor experto en remuneración. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2005.)

> Un hombre no se merece cobrar un sueldo espectacular por crear un pequeño margen a partir de cantidades de dinero espectaculares. Cualquier idiota puede hacer algo así. Y, de hecho, muchos idiotas lo hacen. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2009.)

> Prefería meterme una víbora por dentro de la camisa antes que contratar a un consultor en remuneración. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2004.)

Esta labor es particularmente difícil en el caso de Berkshire porque sus directivos, en la mayoría de los casos, ya son ricos y no tienen que trabajar por una necesidad económica. Por esta razón, Munger y Buffett seleccionan a directivos que disfrutan tanto con lo que hacen que la motivación económica es sólo una de sus razones para trabajar como consejeros delegados. Una persona que conoce bien a muchos de los gestores de Berkshire me dijo que les encanta trabajar para Buffett y Munger, y que el grado de lealtad personal hacia los dos multimillonarios que dirigen la empresa es bastante elevado. El mejor lugar donde observar la filosofía de Berkshire acerca de las remuneraciones es *Owner’s Manual* [Manual del usuario de Bershire Hathaway], que puede consultarse en su página web: <https://berkshire hathaway.com/owners.html>.

Tal como dice Munger, microgestionar lo que hacen los consejeros delegados de las empresas que tiene en cartera no forma parte del manual de Berkshire.

> En cualquier gran empresa, no te preocupas por que alguien esté haciendo algo mal; te preocupas si es grande y si es material. Puedes hacer muchas cosas para mitigar el mal comportamiento, pero en realidad no puedes hacer nada para prevenirlo. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2012.)

Desde luego, el miedo a microgestionar no es motivo para abdicar de todas las responsabilidades propias de la dirección. Un consejo de administración que permite que un desfile de directivos marque el rumbo de una empresa no se justifica por un supuesto miedo a la microgestión. Delegar hasta el extremo practicado en Berkshire Hathaway sólo funciona si sigues esta regla, tal como Munger la describe:

> Nuestro éxito proviene de la falta de supervisión que ofrecemos, y nuestro éxito seguirá viniendo de esa falta de supervisión. Pero si vas a proporcionar una mínima supervisión, tienes que comprar con mucho cuidado. Es un modelo distinto al de GE [General Electric]. El de GE funciona, pero es muy distinto al nuestro. (Charlie Munger, notas de la Junta anual de Berkshire Hathaway, 2005.)

3. La capacidad para ampliar el foso

Munger prefiere tener un gran foso antes que grandes directivos, aunque, por supuesto, preferiría tener a ambos, para disponer así de un margen de seguridad más amplio. Para defender esta idea, Buffett comentó que «los buenos jinetes lo hacen bien con un buen caballo, pero no con un jaco con las patas rotas». [2] Por ejemplo, tanto la empresa textil de Nueva Inglaterra como los grandes almacenes que Berkshire tenía en propiedad contaban con unas direcciones muy competentes, pero los negocios subyacentes que

los administradores debían hacer funcionar estaban atrapados en arenas movedizas. Ni las mejores competencias directivas habrían podido arreglar los problemas de esas empresas. Por poner otro ejemplo, Ron Johnson, que antes había estado al mando de las operaciones comerciales de Apple, quizá fuera un gran gestor de empresas dedicadas a la venta minorista, pero que el siguiente negocio que dirigió fuera básicamente un desastre (JC Penney) supuso una diferencia fundamental en términos de sus resultados financieros.

Munger reconoce que hay raras excepciones en las que la calidad del negocio no es un factor tan determinante:

> En contadas ocasiones tienes la oportunidad de meterte en un negocio estupendo que está dirigido por un gerente maravilloso. Y, por supuesto, ese día es como estar en el cielo. Si no cargas la posición cuando encuentras esas oportunidades, es un gran error. [...] Por regla general, apostar por la calidad de un negocio es mejor que apostar por la calidad de su gestión. En otras palabras, si tienes que escoger una opción, apuesta por el impulso de la empresa, no por la brillantez de su director. En muy raras ocasiones te encuentras con un gestor tan bueno que lo más inteligente es seguirle en lo que parece un negocio mediocre. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

> El único deber de un ejecutivo corporativo es ampliar el foso. Debemos ensancharlo. Cada día hay que ampliar ese foso. Te damos una ventaja competitiva, y tú debes dejarnos el foso. Hay ocasiones en que es demasiado difícil. Pero su deber tiene que ser ampliar el foso. Veo casos y casos en que no es eso lo que la gente hace en las empresas. Uno no debe perder de vista que hay que ampliar el foso; ser un representante de la ventaja competitiva que te vino dada. Un general inglés dijo: «Ten los hijos que tus padres tuvieron, y Dios salvará a la Reina». En Hewlett Packard, tu responsabilidad es formar y ofrecer a la empresa un subordinado que pueda sustituirte. No es tan complicado; toda esa palabrería... Hacemos ladrillos en Texas que usan el mismo procedimiento que en Mesopotamia. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2008.)

Munger quiere directivos de empresas que tengan la *mentalidad de ser propietarios* del negocio en cuestión, no sólo la actitud de un simple gestor.

> Carnegie siempre estuvo muy orgulloso de recibir un salario muy bajo. Rockefeller y Vanderbilt hacían lo mismo. Era una cultura habitual en unos tiempos diferentes. Todas esas personas se veían a sí mismas como los fundadores. Yo estaba encantado de librarme de la presión de obtener comisiones en función del rendimiento. Si eres muy escrupuloso y no te gusta decepcionar, sentirás la presión de tener que estar a la altura de tus pagos por incentivos. Había una enorme ventaja [de pasar de tomar un porcentaje de los beneficios a dirigir Berkshire, donde sus intereses como accionistas están perfectamente alineados con los de otros accionistas]. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2003.)

Munger y Buffett también quieren gestores que posean esa cualidad que Nassim Taleb describe como «jugarse el propio pellejo».[3] Odian las situaciones en las que el resultado es: cara, los directivos ganan; cruz, los directivos no pierden. Quieren que los riesgos y los beneficios se distribuyan de manera simétrica. Para Munger, la implantación de unos incentivos adecuados es fundamental para cualquier gestor. Buffett añadió que quiere ver a gestores que «tengan una parte importante de sus ingresos invertidos en la empresa. Que coman la comida que ellos mismos preparan».[4]

Munger también teme la burocracia, y por eso Berkshire trabaja mucho para evitar que reduzca los beneficios mediante la creación de lo que denominan una «red impecable de merecida confianza».

> Por ejemplo, en mis tiempos, si trabajabas para AT&T, había una gran burocracia. ¿Quién diablos estaba pensando en el accionista o en cualquier otra cosa? Y en una burocracia, crees que el trabajo se hace cuando sale de tu bandeja de entrada y se va a la de otra persona. Pero, claro, no es así. No está hecho hasta que AT&T suministra lo que se supone que debe suministrar. Así que lo que obtienes son burocracias enormes, hinchadas, desmotivadas. [...] La constante maldición del crecimiento es que conduce a una burocracia enorme, tonta; lo cual, por supuesto, alcanza su forma más elevada y execrable en el Gobierno, donde los incentivos son realmente horribles. Eso no significa que no necesitemos Gobiernos, porque sí los necesitamos. Pero es un problema terrible conseguir que esas grandes burocracias se comporten. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

4. Un equipo de gestión que trabaja con integridad

Munger ha dejado claro que la integridad, como cualidad en los negocios, es tan importante como el talento. Más aún, valora la integridad por sí misma. Trabajar con personas que tienen integridad ya es una recompensa. Pero, como bonificación, ser capaz de contar con la integridad de un gerente resulta muy eficiente, porque significa que se necesitan menos recursos para asegurarse la honestidad y el cumplimiento de las obligaciones.

> Preferimos, sin duda, una gestión que ya está trabajando con mucho talento e integridad. (Charlie Munger, entrevista en la BBC, 2009.)

Munger aplica una política de tolerancia cero a todo lo relacionado con la falta de integridad. En otras palabras, un estándar de «honestidad en la mayoría de los casos» no es el objetivo de Munger cuando hablamos de integridad. Buffett ha señalado en repetidas ocasiones que una reputación forjada a lo largo de toda una vida puede perderse en menos de un segundo. Munger reflexiona:

> Recuerda que la reputación y la integridad son tus activos más valiosos y que pueden perderse en menos que canta un gallo. (Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack,* 2005.)

En opinión de Munger, creer que el impacto negativo de unas cuantas personas deshonestas podrá gestionarse mezclándolas con otras mucho más honestas es una victoria de la esperanza sobre la experiencia:

> Cuando mezclas basura y uvas pasas, te queda la basura. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2000.)

Detectar la falta de integridad puede ser mucho más difícil de lo que la gente imagina, y las consecuencias pueden ser significativas. Munger deja muy claro que no tiene ningún deseo de

comprar un «buen» negocio con una gestión lamentable para entonces intentar encontrar a alguien que lo dirija:

> No formamos ejecutivos, los encontramos. Si una montaña se levanta como el Everest, no tienes que ser un genio para imaginarte que es una montaña alta. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2006.)

Munger y Buffett no están interesados en invertir en «cambios de rumbo» dentro de una empresa, porque, en realidad, muy pocas veces acaban modificando de verdad su curso. Munger quiere que el foso de la empresa en la que está invirtiendo sea lo bastante fuerte como para sobrevivir a una mala gestión. Como he mencionado previamente, prefiere tener un foso lo bastante resistente como para que pueda sobrevivir si la empresa está dirigida por «un idiota». Ni Buffett ni Munger van a comprar una empresa y dejar que un pariente o un amigo la dirijan. Pero, de hacerlo, confiarían en que su rendimiento como empresa siguiera siendo el adecuado, a pesar de que hubiera un idiota en la dirección, gracias a la existencia del foso.

> Televisión en abierto [en su apogeo], cualquiera podía dirigir y hacerlo bien. Si Tom Murphy era el director, te iría muy bien, pero hasta tu sobrino idiota podría hacerlo bien. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire Hathaway, 2006.)

Munger no está diciendo que la gestión no importe. Más bien está afirmando que prefiere tener un negocio que apruebe el «examen del gerente idiota» y, al mismo tiempo, una empresa que tenga un gestor de talento. En su opinión, tener en propiedad una empresa con unos fundamentos lamentables y que se enfrenta a un problema tras otro nunca proporcionará unos buenos resultados financieros, aunque tenga un equipo directivo de primer nivel. En este sentido, contar con un foso y disponer de un equipo directivo de talento, como el que dirige Iscar —una de las empresas que Berkshire tiene en cartera—, ofrece a Buffett y Munger un margen de seguridad adicional cuando realizan una inversión.

5. El extraño caso del gerente excepcional

Muy de vez en cuando, Munger y Buffett encuentran a una persona con un talento tan extraordinario que, a la hora de la verdad, no necesitan disponer de un foso de grandes dimensiones. Esta situación es poco habitual, pero a veces ocurre:

> A veces encuentras a un ser humano con tanto talento que puede hacer cosas que los mortales con unas capacidades más normales son incapaces de hacer. Yo diría que Simon Marks —que era la segunda generación en los almacenes Marks & Spencer de Inglaterra— era esa clase de hombre. Patterson era esa clase de hombre en National Cash Register. Y Sam Walton era esa clase de hombre. Esas personas aparecen de vez en cuando y, en muchos casos, no es tan difícil identificarlas. Si reciben una mano decente —y con el fanatismo y la inteligencia y demás que estas personas suelen traer a la fiesta—, entonces la gestión puede tener una gran importancia. Sin embargo, por lo general, apostar por la calidad del negocio es mejor que apostar por la calidad de su gestión. En otras palabras, si tienes que escoger una opción, apuesta por el impulso, no por la brillantez de su director. En contadas ocasiones te encuentras con un gestor tan bueno que lo más inteligente es seguirle en lo que parece un negocio mediocre. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

En ocasiones, tal como ocurre con Berkshire, por ejemplo, vale la pena apostar por un gestor de primer nivel. Munger ha dicho:

> Hay algunas personas —muy pocas— a las que vale la pena pagar lo que piden para asociarse con ellas y obtener una ventaja a largo plazo. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

Buffett ha comentado que el talento de Ajit Jain en el sector de los seguros es uno de esos ejemplos. Buffett dijo en la última junta de Berkshire: «Ajit Jain ha creado decenas de miles de millones de dólares para su empresa de la nada, gracias a su inteligencia y su trabajo». Es un gran elogio, por supuesto, porque Buffett y Munger no mencionan en ningún momento la existencia de un gran foso en esa empresa.

Munger cree que el equipo gestor de una empresa como

Costco sería un buen ejemplo de directivos que amplían el foso. En este sentido, es un gran admirador de James Sinegal, de Costco, pero tiene muy claro que encontrar una empresa con una junta directiva como la de Costco no ocurre todos los días.

> Creo que es peligroso confiar en esos talentos especiales; es mejor tener en propiedad un montón de empresas monopolísticas con precios no regulados. Pero el mundo no es así en la actualidad. Hemos hecho dinero poniendo en práctica nuestro talento, y eso es lo que seguiremos haciendo. Estoy contento de que tengamos una empresa de seguros, aunque no es algo tan obvio, os lo advierto. Tenemos que ser inteligentes para conseguir que eso funcione. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

Munger también cree que un gerente capacitado puede encontrar en ciertas ocasiones un nicho de mercado relativamente seguro:

> Me parece bastante útil pensar en una economía de libre mercado —o una economía con un mercado parcialmente libre— como en una especie de equivalente de un ecosistema. Del mismo modo que los animales prosperan en nichos ecológicos, la gente que se especializa en un nicho muy concreto puede llegar a hacerlo muy bien. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Este enfoque es similar a eso que el profesor Michael Porter denomina *diferenciación* . [5] Esta estrategia puede tener su utilidad, pero, por definición, es mucho más arriesgado refugiarse de la competencia buscando un nicho que disponer de un buen foso (en ocasiones, es mejor tener ambos). Iscar sería un ejemplo de un nicho de mercado donde Munger y Buffett creen haber encontrado un equipo directivo que es una verdadera joya:

> Juzgar la gestión de una empresa como Iscar es sencillo; cuentan con un talento humano enorme y maravilloso. Pero no hay muchos equipos de dirección como ése, y pocas personas con el incentivo de aportar tanta intensidad. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2011.)

> La razón por la que me entusiasmé tanto, y tan deprisa, era que la gente tenía un talento muy excepcional. Me pareció que la idea de hacer negocios con ellos bien valía el esfuerzo. Cuando

> éramos jóvenes, no sabíamos por qué clase de cosas valía la pena ceder un poco, pero cuando nos encontramos con Iscar, una empresa que nunca habríamos comprado cuando éramos jóvenes, ya habíamos aprendido a ceder cuando dábamos con la gente adecuada. Es un negocio fabuloso. Lo tiene todo. ¿No es bueno seguir aprendiendo? Mejor tarde que nunca. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2007.)

Para un resumen práctico de esta cuestión, pocas palabras más útiles que la descripción de Bill Gates sobre la filosofía de Berkshire y la importancia de los equipos directivos en las empresas:

> La inclinación [de Warren] por las inversiones a largo plazo se refleja en otro aforismo: «Debes invertir en una empresa que hasta un tonto pueda dirigir, porque un día un tonto lo hará». No cree en las empresas que, para tener éxito, dependen de que cada uno de sus empleados sea excelente. Ni tampoco cree que las grandes personalidades puedan ayudar mucho cuando los fundamentos de un negocio son malos. Dice que, cuando una mala empresa contrata a una buena dirección, es la reputación del negocio la que sigue intacta. Warren coloca gestores muy potentes en las empresas que Berkshire posee, y suele dejarlos bastante a su aire. Su oferta básica a los directivos es que, mientras la empresa siga dando dinero, que es lo que hace un buen negocio, los directivos pueden confiar en que Warren lo invertirá con inteligencia. No anima a los gestores a diversificar. Se espera de ellos que se concentren en el negocio que tan bien conocen, para que así Warren tenga la libertad de concentrarse en lo que sabe hacer bien: invertir. (Bill Gates, *Fortune* , 1996.)

Con esta última perla de sabiduría, te envío al mundo exterior con la esperanza de que tú también aprendas a focalizar e invertir con éxito. Siempre que tengas alguna duda al tomar una decisión relacionada con el mundo de las inversiones (o con lo que sea), hazte esta pregunta: ¿qué haría Charlie Munger?

Las matemáticas de Berkshire

Para efectuar un cálculo del valor intrínseco, Berkshire utiliza el rendimiento a largo plazo (treinta años) del Tesoro de Estados Unidos como el tipo de descuento. No es un método habitual, y muchas personas no comprenden del todo por qué Berkshire emplea este porcentaje. Buffett lo explicó así:

> Usamos el tipo libre de riesgos solamente para equiparar una cosa con otra. En otras palabras, estamos buscando lo que sea más atractivo. Para poder calcular el valor presente de cualquier cosa, vamos a usar un número. Y, obviamente, siempre podemos comprar bonos del Tesoro. Por lo tanto, ése es el tipo que marca la referencia; sencillamente, para comparar todas las oportunidades de invertir que tenemos a nuestra disposición. (Warren Buffett, Junta anual de Berkshire, 1997.)

Lo que está ocurriendo en este proceso es en realidad un examen del coste de oportunidad.

> Las personas inteligentes toman decisiones a partir de los costes de oportunidad; en otras palabras, lo que importa son tus alternativas. Así es como tomamos todas nuestras decisiones. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2003.)

Munger piensa en el coste de oportunidad del capital cuando considera las distintas alternativas que tiene a su disposición para invertir su dinero. Buffett ha dicho: «Charlie y yo no conocemos nuestro coste de capital. Lo medimos y comparamos todo con nuestras alternativas».[1] ¿Por qué efectuarías una inversión que no se encuentra, entre todas las oportunidades disponibles, dentro del 2 por ciento más destacado? Como he mencionado antes, esto conduciría a una cartera concentrada que Munger considera perfectamente aceptable. Como él cree que el riesgo viene de no saber lo que estás haciendo, ha adoptado un estilo de inversión

muy focalizado, que explicaré a continuación.

¿Cómo calcula Munger el riesgo cuando compra un activo? Sólo se decide a invertir si está convencido de que es *casi seguro* que los beneficios actuales continúen en un futuro. Aunque la mayoría de los inversores ajustan el tipo de descuento cuando creen que están más expuestos, Berkshire prefiere tener como punto de partida el riesgo cero. En otras palabras, en vez de ajustar el tipo de descuento para gestionar el peligro, Munger y Buffett utilizan un tipo exento de cualquier riesgo para comparar otras inversiones alternativas. Buscan al mismo tiempo unos fundamentos calculados desde una perspectiva conservadora y que la empresa tenga un largo historial de estabilidad, lo que les indica que el estado actual del negocio en cuestión va a perpetuarse. Sin embargo, para obtener un colchón de protección frente a posibles errores, no comprarán un activo sin, como mínimo, un 25 por ciento de descuento sobre su valor intrínseco (este descuento es su margen de seguridad).

Vale la pena analizar la teoría que sustenta la estrategia de Munger para gestionar el riesgo, porque es muy distinta a las técnicas habituales. Como repaso, cabe decir que el riesgo es la posibilidad de sufrir una pérdida (no es la volatilidad del precio). Para lidiar con este problema, Berkshire sólo compra lo que parece un activo valorado de una forma muy conservadora y sin riesgo, a precio de descuento. Su objetivo es disponer de una protección contra los posibles errores que Berkshire pueda cometer durante el proceso. Lo que Munger no hace es incrementar el tipo de interés utilizado en los cálculos para lidiar con los riesgos inherentes a la empresa. Si hay riesgos significativos inherentes a la propia empresa, coloca la decisión en la bandeja «demasiado complicado» y pasa página para contemplar otras posibles oportunidades.

El proceso matemático que Munger y Buffett usan en Berkshire es simple. (Por favor, no dejes de leer porque he usado la palabra «matemático».) En primer lugar, Berkshire calcula los «ingresos del propietario» del negocio en el pasado y en el presente. Entonces, añade a la fórmula la tasa de crecimiento de los beneficios del propietario, calculada desde una perspectiva muy

razonada y conservadora. Resuelven el valor presente de los ingresos del propietario descontando la referencia del tipo a treinta años del Tesoro de Estados Unidos. El punto clave del proceso de inversión en Berkshire es el rendimiento del capital contable (ROE, por sus siglas en inglés), no los beneficios por acción (EPS). Además, Munger cree que todos los directivos, de cualquier empresa, deberían pensar en el valor intrínseco cuando toman sus decisiones sobre la asignación del capital. Fíjate en que Berkshire no utiliza los múltiplos de la ratio precio-beneficio para calcular el valor. Los ingresos del propietario son un tipo de ingresos muy específico, y Berkshire prefiere fijarse en esta serie de cifras.

Para determinar el *valor intrínseco* , Munger no se traga las historias de los vendedores que cuentan cuentos y cantan canciones sobre el EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) y los beneficios que no cumplen con los PCGA (principios de contabilidad generalmente aceptados). A él le gusta el verdadero flujo de caja. Cree que «ahogarse en efectivo» es una situación muy positiva. Sobre el tema de los beneficios no PCGA, Munger ha dicho lo siguiente:

> Ni siquiera me gusta escuchar la palabra EBITDA. (Charlie Munger, preguntas y respuestas con seis escuelas de negocios, 2009.)

El foso

Munger nunca ha expuesto sus teorías sobre los factores que sirven para crear y conservar un foso de una forma tan detallada como Buffett, pero sí ha hecho algunos comentarios que nos orientan en la dirección adecuada.

Los cinco elementos fundamentales que pueden ayudar a crear un foso son los siguientes:

1. Economías en el lado de la oferta, tanto de escala como de gama

Si los costes de una empresa se reducen cuando produce más cantidad de un producto o servicio, es que estamos ante una economía de escala en el lado de la oferta. Intel es el clásico ejemplo de una empresa que se beneficia de la economía de escala. En opinión de Munger, Wal-Mart tiene una economía de escala muy sustancial gracias a sus inversiones en distribución y otros sistemas. Las empresas que operan grandes plantas siderúrgicas y astilleros también pueden tener economías de escala en el lado de la oferta. Munger describía dos tipos diferentes de economías de escala en el lado de la oferta:

> Sobre el tema de las economías de escala, el ejemplo de las cadenas de tiendas me parece bastante interesante. Piensa un momento sobre el tema. El concepto de una cadena de tiendas es un invento fascinante. Obtienes un enorme poder de compra, lo que significa que el coste de la mercancía es más bajo. Obtienes todo un conjunto de pequeños laboratorios en los que puedes hacer experimentos. Y también obtienes especialización. Si el tendero del barrio está intentando comprar en veintisiete categorías de productos diferentes influenciado por lo que le dicen los

comerciales, va a tomar un montón de decisiones estúpidas. Pero si las compras se realizan en la sede central para todo un conjunto de tiendas, puedes tener a gente muy brillante que sabe mucho sobre neveras y, por lo tanto, hacer que sean ellas las que hagan las compras. Lo contrario se demuestra en la tienda pequeña donde es una única persona quien hace todas las compras. Así que hay muchas ventajas al realizar las compras.

Algunas [ventajas del lado de la oferta] vienen de la simple geometría. Si estás construyendo un gran tanque circular, resulta evidente que, a medida que decides hacerlo más grande, la cantidad de acero que usas en la superficie aumenta al cuadrado, mientras que el volumen aumenta al cubo. Por lo tanto, a medida que incrementas las dimensiones, puedes almacenar mucho más volumen por unidad de superficie de acero. Hay toda clase de cosas como ésas donde la simple geometría —la simple realidad— te da una ventaja de escala. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Puedes obtener las ventajas de una economía de escala gracias a la publicidad en televisión. Cuando aparecieron por primera vez los anuncios en televisión —cuando las imágenes en movimiento y en color llegaron por primera vez a nuestras casas—, eran una cosa increíblemente poderosa. Y en los primeros tiempos, teníamos tres canales que controlaban todo lo que había, digamos que el 90 por ciento de la audiencia. Bien, si eras Procter & Gamble, podías permitirte usar esta nueva forma de publicidad. Podías permitirte pagar los elevados costes de la televisión nacional porque vendías una infinidad de botes y de potes. El tipo normal y corriente no podía hacerlo. Y no había forma de comprar esos anuncios en porciones. Por lo tanto, no podía utilizarlos. En efecto, si no tenías un gran volumen, no podías recurrir a los anuncios por televisión, que eran la técnica publicitaria más efectiva. Así que, cuando llegó la televisión, las marcas que ya eran bastante grandes disfrutaron de un enorme viento de cola. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Aunque Berkshire tardó un poco en aprender a apreciar el atractivo financiero del sector ferroviario, hoy parece evidente que Munger y Buffett valoran el foso que generan en este negocio las economías de escala en el lado de la oferta. Es muy poco probable que aparezca un nuevo competidor en el sector ferroviario. Si las carreteras públicas se deterioran porque Estados Unidos no invierte bastante en infraestructuras, Buffett y Munger creen que el sector

ferroviario aún será mas valioso. Munger es muy positivo acerca del futuro del sector ferroviario.

> ¿Sabéis lo que costaría sustituir el sistema Burlington Northern en la actualidad? No vamos a construir otra línea transcontinental. Y esos activos son valiosos, tienen una utilidad. Ahora quieren subir el precio del diésel de los camiones. [...] Por fin nos hemos dado cuenta de que el ferrocarril tiene una gran ventaja competitiva, con vagones de dos pisos, guiados por ordenador, que transportan una cantidad cada vez mayor de productos desde China, etcétera. Tienen una gran ventaja sobre los camioneros en muchísimas clases de negocios. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2008.)

> No sabemos cómo comprar acciones por lo que dicen unas métricas. [...] Sabemos que Burlington Northern tendrá una ventaja competitiva dentro de unos años; no tenemos ni idea de qué narices tendrá Apple. [...] Es esencial comprender la empresa y sus posiciones competitivas. Eso no lo resuelven las matemáticas. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2013.)

La industria ferroviaria es muy interesante en el sentido de que, hace muchos años, era un sector en crecimiento capaz de crear a la vez grandes fortunas y grandes quiebras financieras debido a las propias consecuencias de su éxito. A lo largo de la historia, ha habido muchos momentos en que los ferrocarriles eran una inversión terrible.

Sobre el impacto de las economías de oferta y escala, Munger ha señalado:

> En algunos negocios, la propia naturaleza de las cosas desemboca en el dominio abrumador de una única empresa. Suele generar un resultado en el que el ganador se lo lleva todo. Y estas ventajas de las economías de escala son tan maravillosas, por ejemplo, que cuando Jack Welch llegó a General Electric, se limitó a decir: «A la mierda con todo. O somos el número uno o dos en los sectores donde estamos metidos, o mejor estamos fuera». Era una cosa que requería mucha firmeza, pero creo que es la decisión correcta si estás pensando en maximizar la riqueza de los accionistas. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Si una empresa encuentra la rentabilidad fabricando distintas líneas de productos y servicios, también podrá beneficiarse de las

ventajas de las economías de gama en el lado de la oferta. Para aprovecharse de las ventajas de una economía de gama, una empresa debe compartir recursos en varios mercados y, al mismo tiempo, mantener la cantidad de esos recursos en una cifra más o menos fija. Las empresas que quieren beneficiarse de las economías de gama deben evitar funcionar como unidades aisladas.

2. Economías de escala en el lado de la demanda (efectos de red)

Las economías de escala en el lado de la demanda (un fenómeno que también se conoce como *efectos de red*) son aquellas en las que un producto o servicio se vuelve más valioso a medida que consigue reunir más usuarios. Craiglist, eBay, Twitter, Facebook y otros mercados multilaterales tienen economías de escala en el lado de la demanda que operan en su nombre. American Express sería una de las empresas de la cartera de Berkshire que se beneficia de los efectos de red: cuantas más tiendas acepten su tarjeta, más valioso será su servicio. Y al revés: cuantas más personas utilicen American Express, más valiosos son sus servicios para las tiendas. Munger ha dicho:

> Sería más fácil estropear un negocio como American Express que otro como Coke o Gillette, pero lo cierto es que es una empresa inmensamente fuerte. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2000.)

Los beneficios que una empresa obtiene de los efectos de red son sólo una parte de la historia. En ocasiones, los efectos de red están presentes, pero el mercado es pequeño porque se trata de un nicho. El mercado de Amazon es gigantesco; un factor que tiene una importancia decisiva en términos de la capitalización de mercado que puede llegar a generar. Algunos efectos de la red son muy potentes, mientras que otros son más débiles.

Algunas empresas tienen economías de escala tanto del lado de la oferta como de la demanda. Amazon tiene economías de

escala de esas dos clases, y además una refuerza a la otra. Cuantas más personas redactan comentarios en Amazon, más valiosa es la empresa para otros usuarios debido a las economías del lado de la demanda. Amazon también tiene una gran ventaja en el lado de la oferta con sus almacenes y su cadena de suministro.

3. Marca

Para comprender la forma de pensar de Munger sobre las marcas, lo mejor es recurrir a un ejemplo. Durante muchos años, Munger fue el presidente de una empresa llamada Wesco Financial. En la junta de Wesco de 2011, que se celebró justo antes de su fusión con Berkshire Hathaway, Munger admitió que ni Buffett ni él habían comprendido el valor de una marca hasta la compra de See's Candies.

See's Candies es también la demostración perfecta del poder de una marca. Para explicarlo mejor, si creciste en una casa donde se compraba See's Candies (sobre todo en la Costa Oeste, y en especial en California), y tus experiencias vinculadas a aquellos bombones te recuerdan vivencias muy positivas, vas a estar dispuesto a pagar más por una caja que lleve el logo de See's Candies. En cambio, una persona que creciera en la Costa Este no atribuirá tanto valor a esa misma marca porque no tiene las mismas experiencias. Por esta razón, See's Candies ha sufrido bastante para expandirse a otros estados y lo ha hecho muy despacio. See's Candies no sólo vende un producto alimentario, vende sobre todo una experiencia. Como las ventas de cajas de bombones son más elevadas durante los períodos vacacionales, los resultados financieros de la empresa tienen muchos altibajos. See's Candies genera pérdidas durante dos trimestres al año, y acumula todos sus beneficios en los dos períodos restantes, alrededor de las temporadas de vacaciones.

Buffett comenta que construir determinadas marcas es un trabajo que requiere varias décadas:

> Cuando tenías dieciséis años, te presentabas con una caja de bombones a tu primera cita con una chica, y se la regalabas a sus padres o a ella. En California las chicas te dan una bofetada cuando les llevas Russell Stover, y te dan un beso si les llevas una caja de See's. [...] No creo que See's signifique nada para la gente de la Costa Este, donde la gente tiene acceso a marcas de chocolate de alta calidad. (Warren Buffett, «The Secrets of See's Candies» [Los secretos de See's Candies], *Fortune Magazine* , 2012.)

Aunque parte de la fuerza de una marca puede venir de su sabor, las fábricas modernas son capaces de reproducir casi todos los matices del gusto. La imagen y la presentación de un producto o servicio importa más que nunca. Gran parte del poder de una marca como Tiffany reside en la caja azul que contiene las joyas. En el momento de sacar la New Coke, Coca-Cola cometió un error gigantesco al pensar que el sabor era lo más importante, tal como sugerían los resultados de una cata a ciegas. Cuando la cata no era a ciegas, la Coke tradicional ganaba; cuando era a ciegas, la clásica no ganaba. Munger comentó sobre aquel episodio con Coke:

> [Coke invirtió] cien años para conseguir que la gente creyera que una marca registrada también contenía todos esos valores intangibles. Y la gente la asociaba con un sabor. Pepsi estuvo a unas pocas semanas de lanzar la Coca-Cola tradicional en una botella de Pepsi, lo que hubiera sido el mayor fracaso de los tiempos modernos. Una perfecta locura. (Charlie Munger, Universidad de Harvard, 1995.)

Cuando es la marca la que proporciona el foso, la situación es muy distinta a la generada cuando el factor determinante es una economía de escala, ya sea del lado de la oferta o de la demanda. Por ejemplo, Buffett cree que, en el caso de una empresa como Disney, al mencionar la marca en una conversación «se te pasa algo por la cabeza». Y añadía:

> ¿Cómo intentarías crear una marca que compitiera con Disney? Coca-Cola es una marca que se asocia con personas felices en cualquier rincón del mundo. Eso es lo que quieres tener en un negocio. Eso es el foso. Quieres que ese foso se ensanche. (Warren Buffett, notas de la visita a Vanderbilt, 2005.)

Las marcas, por supuesto, también pueden fracasar con el paso del tiempo. Coloca una marca de lujo en una estantería de Costco, como hicieron unas cuantas empresas, y esa marca sufrirá un grave perjuicio a ojos de ciertos clientes. Si otorgas demasiadas licencias, la marca también puede verse perjudicada. Buffett y Munger se sienten atraídos por las marcas que ellos mismos utilizan en su vida cotidiana. See's Candies y Dairy Queen son sólo dos ejemplos.

Algunas empresas sufren unos problemas con su marca que, en realidad, son totalmente autoinfligidos. Buffett llegó a comentar sobre una de sus marcas favoritas:

> Fíjate en See's Candies. No puedes destruir la marca de See's Candies. Sólo See's podría hacerlo. Tienes que ver la marca como una promesa al cliente de que vamos a ofrecerle la calidad y el servicio que espera. Vinculamos el producto con la felicidad. No ves a See's Candies patrocinando a la funeraria de tu ciudad. Sin embargo, estamos en los desfiles del Día de Acción de Gracias. (Warren Buffett, notas de la visita a la Universidad de Georgia, 2007.)

En cuanto al poder de una marca, los dos jefes de Berkshire han citado a Wrigley's en repetidas ocasiones por ser una empresa que ha conseguido crearse un foso enorme. Munger ha señalado:

> La ventaja informativa de las marcas es difícil de superar. Y tu ventaja de escala puede convertirse en una ventaja informativa. Si voy a un lugar remoto, es posible que vea el chicle de Wrigley al lado del chicle de Glotz. Bueno, sé que Wrigley es un producto muy satisfactorio, mientras que no sé nada sobre el de Glotz. Así que, si uno vale 40 céntimos y el otro 30, ¿voy a llevarme a la boca —un lugar bastante íntimo, al fin y al cabo— una cosa que no conozco por unos míseros 10 céntimos? Así, por lo tanto, Wrigley, sólo por ser tan conocida, tiene una ventaja de escala, lo que podrías llamar una *ventaja informativa* . Todo el mundo está influenciado por lo que hacen y aprueban los demás. Otra de las ventajas de la escala viene de la psicología. Los psicólogos usan el término *influencia social informativa* . Todos estamos influenciados —a un nivel subconsciente y, hasta cierto punto, consciente— por las cosas que hacen y validan los demás. Por lo tanto, si todo el mundo compra una cosa, creemos que es la mejor. No nos gusta ser el único tipo que está fuera de onda. De nuevo, una parte de todo esto ocurre a

> nivel subconsciente, pero otra no. A veces pensamos de manera consciente y racional: «Vaya, no sé mucho sobre esto. Ellos saben más que yo. Por lo tanto, ¿por qué no debería seguirlos?». Dicho esto, tus ventajas competitivas pueden sumarse a un foso que sea resistente de verdad. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Cuando Buffett y Munger quieren determinar la resistencia de un foso construido sobre una marca, una de las pruebas más importantes consiste en averiguar si la competencia puede replicar o debilitar ese mismo foso con un cheque en blanco. Por poner un ejemplo, esto es lo que dijo Buffett sobre Coca-Cola en la junta de Berkshire de 2012: «Aunque me dieras 10.000, 20.000, 30.000 millones de dólares para acabar con Coca-Cola, no podría hacerlo». [1] Eso es lo que, en su opinión, define la resistencia de un foso. Empresas como Nike o BMW tienen marcas que les permiten mantener sus respectivos fosos; unas barreras que les costó mucho obtener y que a día de hoy son supervaliosas. Michael Mauboussin escribió: «Las marcas no confieren ventajas por sí mismas. Las marcas sólo incrementan el valor si también aumentan la predisposición del cliente a pagar o si reducen el coste de proveer el producto o servicio». [2] La creación de una gran marca es un fenómeno muy poco habitual que requiere una habilidad considerable y podría decirse también que una buena dosis de suerte.

4. Normativas

Ciertas empresas se han vuelto muy competitivas gracias a la implantación de una serie de normativas legales que juegan a su favor, por lo que esas regulaciones actúan en realidad como si fueran un foso. En muchos casos, las normativas pueden terminar protegiendo a unos productores que ya están muy bien afincados, en vez de ayudar a los consumidores. Por ejemplo, algunas personas creen que los bancos tienen un conocimiento y un dominio tan potente del marco normativo que los propios

reguladores se ven atados de pies y manos por el sector que intentan controlar. De forma similar, hay una serie de gremios profesionales, como los abogados, que han sido capaces de utilizar la normativa para limitar la oferta.

Para Berkshire, el foso normativo que Moody's poseía en el sector de la calificación de bonos era un gran atractivo. Para poder emitir bonos, los reguladores exigen que el expedidor recabe la opinión de un número muy reducido de empresas de calificación, lo que significa que este tipo de agencias, como Moody's, S&P y Fitch, tienen un foso. Cuando la regulación desaparece, muchas veces se descubre que era un factor principal para explicar la rentabilidad del sector. En otras palabras, cuando el foso regulatorio desaparece, enseguida puedes ver quién está nadando sin ropa.

5. Patentes y propiedad intelectual

Las empresas que han obtenido del Gobierno una patente, una marca registrada u otra clase de propiedad intelectual han recibido, a efectos prácticos, un monopolio. Esta barrera de entrada puede crear un foso sustancial para el titular de la propiedad intelectual. Muchos piensan que se han otorgado demasiadas patentes, y de formas muy poco apropiadas, pero el valor de una patente, una vez concedida, es una cuestión diferente.

Respecto al valor de la propiedad intelectual, Munger ha dicho lo siguiente:

> En microeconomía, por supuesto, tienes el concepto de las patentes, las marcas registradas, las franquicias exclusivas y todo lo demás. Las patentes son bastante interesantes. Cuando yo era joven, creo que se destinaba más dinero a las patentes del que salía de allí. Los jueces se inclinaban por descartarlas, basándose en argumentos sobre lo que realmente se había inventado y lo que dependía de otras obras precedentes. Y eso no estaba muy claro. Pero lo cambiaron. No cambiaron las leyes. Sólo cambiaron la administración, así que ahora todo va a un tribunal especializado en patentes. Y ese tribunal es ahora mucho más favorable a las

> patentes. Así que, ahora, creo que la gente está empezando a hacer mucho dinero con la propiedad de las patentes. Pero las marcas registradas y las franquicias siempre han sido estupendas. Las marcas registradas, por supuesto, siempre han hecho ganar a la gente un montón de dinero. Una marca registrada es una cosa maravillosa para una gran operación, siempre que sea conocida. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

Lubrizol es otro ejemplo de una marca que Berkshire valora mucho más gracias a la propiedad intelectual de sus patentes. Buffett comentó en una ocasión:

> Me pareció un negocio del que no sabía nada en un primer momento. O sea, estás hablando sobre aditivos para el petróleo. [...] ¿Hay algún foso competitivo, hay facilidad de entrada, toda esa clase de cosas? Al principio no tenía ni idea de todo eso. Y hablé con Charlie unos pocos días después [...] y Charlie me dijo: «Yo tampoco entiendo nada». (Warren Buffett, Junta anual de Berkshire, 2008.)

Al final, Buffett acabó convencido y completó la compra de Lubrizol. Esto fue lo que dijo al respecto:

> Decidí que en esto seguramente había un foso de buen tamaño. Tienen montones y montones de patentes, pero, lo más importante, tienen una conexión con los clientes. (Warren Buffett, Junta anual de Berkshire, 2008.)

En la junta de Berkshire de 2011, Buffett reiteró que se decidió a efectuar la compra porque pensaba que la titularidad de más de 1.600 patentes por parte de Lubrizol otorgaría a la empresa «una ventaja competitiva duradera».

En la década de 1970, Munger fue testigo de otra situación en que la propiedad intelectual demostró su valía, cuando Russell Stover Candies empezó a abrir tiendas en los mercados que See's Candies abastecía. Las tiendas de Russell Stover estaban diseñadas para tener un aspecto muy similar a los establecimientos de Candies. Tras reivindicar sus derechos de propiedad intelectual, Munger fue capaz de firmar un acuerdo con Russell Stover para que dejara de abrir tiendas similares bajo la amenaza de ir a juicio.

El impacto acumulativo de múltiples factores

Algunas empresas, como Berkshire, han podido crear un foso como resultado de una combinación de cultura corporativa y de unos sistemas mejores que los de sus competidores. Para entender esta cuestión, una opción es fijarse en Berkshire y preguntarse si tiene un foso. En otras palabras, aunque Berkshire tiene a Buffett y a Munger, ¿qué más tiene la empresa que pueda actuar como una barrera de entrada y que cree una ventaja competitiva duradera? Berkshire tiene muchos elementos que componen el foso, y que además se potencian entre sí por la forma en que «encajan» entre ellos. En resumen, el valor total que crean dichos elementos es mayor que la suma de sus partes.

Este apartado presenta una selección de los elementos que, en conjunto, crean el foso de Berkshire.

1. Berkshire tiene una fiscalidad eficiente

Cuando una empresa concreta de la cartera de Berkshire (por ejemplo, See's Candies) genera ingresos, ese dinero en efectivo rara vez se invierte en nuevas tiendas, en construir nuevas fábricas o en realizar adquisiciones, porque el rendimiento sobre el capital sería inferior que si se utilizara en otras alternativas. Debido a la infraestructura de Berkshire, Buffett es capaz de mover ese efectivo desde See's Candies hacia la mejor oportunidad disponible con un sistema eficiente desde un punto de vista fiscal (sin pagar el impuesto que se aplicaría si See's Candies repartiera un dividendo o si sus acciones se vendieran para reinvertir el dinero). Buffett elaboraba esta idea:

> Como todavía tenemos esta capacidad para redistribuir el dinero de manera fiscalmente eficiente dentro de la empresa, podemos destinarlo allí donde proporcione un rendimiento mayor al que obtendrían los accionistas por su propia cuenta. (Warren Buffett, Junta anual de Berkshire, 2008.)

Y Munger añadía lo siguiente:

> Otro efecto muy simple, del que raras veces hablan los gestores de inversiones o cualquier otra persona, es el de los impuestos. Si vas a comprar algo que se acumula durante 30 años a un 15 por ciento anual y pagas un impuesto del 35 por ciento al final de todo el proceso, el resultado que obtienes es que, después de impuestos, mantienes el 13,3 por ciento anual. En cambio, si compraras la misma inversión, pero cada año tuvieras que pagar unos impuestos del 35 por ciento sobre el 15 por ciento que has ganado, el rendimiento que obtendrías sería del 15 por ciento menos el 35 por ciento sobre ese 15 por ciento, o sólo un 9,75 por ciento por año acumulado. Por lo tanto, la diferencia es superior al 3,5 por ciento. Y lo que hace con los números ese 3,5 por ciento durante un período largo de custodia, como 30 años, resulta de lo más revelador. Si te dedicas a esperar durante larguísimos períodos de tiempo metido en grandes empresas, puedes obtener una gran ventaja sólo con la forma en que calculas el impuesto sobre la renta. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

> WB habla de incrementar el valor nominal después de pagar todo el impuesto de sociedades, del 35 por ciento. Los índices no tienen que pagar impuestos. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2014.)

2. Berkshire tiene pocos gastos generales

En una junta de Wesco, Munger dijo:

> Mucha gente cree que si tuvieras más procesos y más cumplimiento normativo —comprobaciones, dobles comprobaciones, etcétera— podrías conseguir un mejor resultado en el mundo. Bueno, prácticamente, Berkshire no tiene esta clase de procesos. Apenas tuvimos alguna auditoría interna hasta que nos obligaron a hacerla. Nos limitamos a intentar trabajar dentro de una red impecable de merecida confianza y a tener cuidado con las personas en quien confiamos. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2007.)

Los sistemas basados en la confianza, en los que los directivos deben «comer del mismo plato que preparan», componen el núcleo de la cultura de Berkshire, lo que se traduce en unos gastos

generales más bajos. *The New York Times* lo expresaba de este modo:

> [Berkshire] tiene la sede central de la empresa en una única planta de un edificio de oficinas donde trabajan veinticinco personas. Desde ahí, el señor Buffett y su equipo distribuyen el capital y contemplan las adquisiciones o las ventas, contratan o despiden a la gente que dirige las empresas que tienen en cartera y, por lo demás, dejan el camino libre. (*The New York Times* , 2014.)

Morningstar añadía: «Todas las empresas operativas de la corporación se gestionan desde un esquema descentralizado, eliminando la necesidad de estructuras de control sobre los directivos y trasladando la responsabilidad al nivel de la subsidiaria, donde los directivos tienen el poder de tomar sus propias decisiones». [3]

Para que este sistema basado en una «red impecable de merecida confianza» funcione, debes tener unos directivos excelentes y establecer un sistema de remuneración adecuado. La cultura de Berkshire se ha diseñado para garantizar que el sucesor de Buffett sabrá muy bien cómo hacerlo. Buffett dijo en la junta de accionistas de Berkshire de 2014 que, si la empresa tiene algún punto débil, es que tiende a confiar demasiado en la gente, pero que con eso también vienen unos gastos generales más bajos. El sistema de la «red impecable de merecida confianza» es uno de los elementos del foso de Berkshire.

3. Berkshire es el comprador privado de primera instancia

Si has dedicado tu vida a levantar una empresa y decides venderla, Buffett y Munger te ofrecen una oportunidad única. Te permitirán (de hecho, quieren) que sigas dirigiendo el negocio. Tu segunda opción es vender el negocio a una sociedad de inversión privada a la que tu empresa le importa un bledo, y que probablemente la endeudará, lo que supone un riesgo importante de que al final vaya

a la quiebra. Buffett ha demostrado a lo largo de los años que le gusta conservar las empresas que tiene en cartera, en vez de jugar con ellas a lo que Munger llama «una partida de *gin rummy* », por lo que Berkshire ha demostrado ser una opción muy atractiva para muchas personas que quieren vender su negocio. [4]

Las personas que venden sus empresas a Berkshire son tan ricas que disponen de más dinero del que nunca van a necesitar. Berkshire ofrece al propietario de la empresa en venta la posibilidad de saber que el negocio que tanto le importa y las personas que trabajan en él van a seguir prosperando. Por este motivo, Berkshire recibe ofertas de compra de empresas a precios muy atractivos. Buffett dijo en la última junta de accionistas: «Las sociedades de inversión compran empresas, pero al final del camino lo que quieren es vender sus propiedades». [5] Para tranquilizar al propietario que vende su negocio, Buffett conserva la empresa incluso si los beneficios no son nada espectaculares. Esto es lo que dice sobre esta cuestión:

> No te darían el aprobado en la escuela de negocios si pusieras por escrito los motivos por los que nos quedamos algunas empresas, pero hicimos una promesa. Y si no cumplimos nuestra promesa, se correría la voz. Hacemos una relación de nuestros principios económicos, por lo que los gerentes que nos venden la empresa saben lo que pueden esperar de nosotros. No podemos hacer ciertas promesas, y no podemos prometer que nunca venderemos. Pero sólo hemos tenido que deshacernos de unos pocos negocios, entre los que se encuentra la empresa textil original. También dejamos que los gerentes sigan dirigiendo sus negocios. Ahora estamos en una categoría en la que es difícil competir. Una sociedad privada de inversión no se sentiría nada impresionada por lo que ponemos al final de nuestro informe anual. Las personas que son ricas y que dirigen una empresa que fundaron sus abuelos no están deseando entregársela a un par de MBA que quieren demostrar lo que valen. Mientras nos sigamos comportando con corrección, seguiremos conservando el activo, y muchos tendrán problemas para competir con él. (Warren Buffett, Junta anual de Berkshire, 2014.)

Gracias a este efecto, Berkshire se gana una reputación positiva, además de ensanchar el foso.

4. Berkshire tiene capital permanente

Berkshire tiene capital permanente, un factor que le permite superar el rendimiento de otros inversores. Bruce Berkowitz, un destacado inversor en valor de la escuela de Graham, lo explica así:

> Ésa es la salsa secreta: el capital permanente. Es esencial. Creo que ésa es la razón por la que Buffett abandonó su sociedad. Lo necesitas, porque cuando las cosas se ponen feas, la gente sale corriendo. Ésa es la razón por la que conservamos una gran cantidad de efectivo; el efectivo es el equivalente a un Valium financiero. Te mantiene tranquilo y en tu sitio. (Bruce Berkowitz, entrevista en la Universidad de Miami, 2012.)

5. Berkshire consigue mejores resultados en mercados bajistas

Como Buffett y Munger son inversores en valor que aplican los principios de Graham, Berkshire utiliza una estrategia diseñada para obtener resultados mediocres en los mercados alcistas, pero muy superiores en los bajistas. El objetivo de un inversor en valor es obtener un rendimiento absoluto superior, no sólo relativo. Buffett lo expresó de una forma muy sencilla: «Lo haremos peor en los años fuertes, iremos a la par en los años intermedios, y lo haremos mejor en los años malos. En un ciclo completo, obtenemos mejores resultados, aunque no hay ninguna garantía de que vaya a ocurrir». [6] Otros inversores, como Seth Klarman, usan la misma estrategia. Los hechos confirman esta conclusión. Ben Carlson señalaba: «Es con el paso de los años cuando Buffett ha ampliado de verdad su liderazgo, superando al mercado cerca de un 25 por ciento anual cuando las acciones bajan. Ésa es su salsa secreta». [7] Howard Marks destaca la importancia de estas reglas para el inversor en valor: «Regla número 1: la mayoría de las cosas demuestran ser cíclicas. Regla número 2: algunas de las mayores oportunidades para ganar y perder aparecen cuando la gente olvida la regla número 1». [8] Buffett tiene su propia versión de estas normas, que dice lo siguiente: «La regla número 1 es no perder

dinero nunca. La regla número 2 es no olvidar nunca la regla número 1». [9] Los resultados de Berkshire deben compararse con otras alternativas después de ajustarse al riesgo.

6. Berkshire se beneficia del «flotante»

Las operaciones de Berkshire en el sector de los seguros generan un «flotante» de bajo coste (dinero que viene de las primas de los seguros, y que se ha recaudado en adelanto de futuras reclamaciones). Este flotante es una gran fuente de financiación para invertir. En Berkshire, el flotante ha crecido de los 39 millones de dólares en 1970 a más de 77.000 millones en 2014, y una parte muy significativa de todo ese dinero puede ponerse a trabajar dentro de Berkshire. Como Berkshire puede acceder a todo ese flotante, su rendimiento financiero nunca será comparable al tuyo, a no ser que también tengas en propiedad una compañía de seguros. Nunca vas a ser tan rico como Buffett sin acceso a esa clase de dinero. Sin embargo, eso no quiere decir que no debas convertirte en un inversor en valor que sigue los principios de Graham.

7. Accionistas de gran calidad, incluyendo a Buffett y a Munger

Los buenos accionistas no entran en pánico, sino que piensan a largo plazo en los resultados de sus inversiones. Que una empresa pueda tener un foso en un momento determinado es insuficiente. En opinión de Munger, el hecho de que hoy poseas una empresa muy rentable no quiere decir que esa rentabilidad vaya a durar mucho tiempo. El proceso de lo que Joseph Schumpeter denominó «destrucción creativa» es tan poderoso como cualquier otro en el mundo corporativo. [10] Tener un foso es la única forma de luchar contra la marea de la destrucción competitiva.

Michael Mauboussin, en lo que quizá sea el mejor artículo

dedicado a los fosos, escribió:

> Las empresas que generan un rendimiento económico muy elevado atraerán a los competidores dispuestos a obtener un rendimiento inferior, aunque aún muy atractivo, que hará caer los beneficios totales del sector hasta llegar al coste de oportunidad del capital. (Michael Mauboussin, «Measuring the Moat», 2002.)

Por ejemplo, si abres una tienda de ropa con ciertas características novedosas y que tiene unas ventas espectaculares, tu éxito atraerá a imitadores y competidores. Mediante un proceso de destrucción creativa, algunas tiendas de ropa se adaptarán, sobrevivirán y prosperarán, mientras que otras echarán el cierre. El consumidor sale ganando porque los productos y los servicios que le ofrecen son cada vez mejores. Sin embargo, es un proceso muy doloroso para el inversor, ya que el resultado final puede ser muy incierto. Es también la parte más difícil para cualquiera que se dedique a los negocios, porque el fracaso forma parte de la esencia del capitalismo.

Teniendo en cuenta la inevitabilidad de una competencia despiadada, la pregunta que uno debe hacerse, según Munger, es la siguiente:

> ¿Cómo compites contra un verdadero fanático? Lo único que puedes hacer es tratar de construir el mejor foso posible e intentar ampliarlo continuamente. (Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack* , 2005.)

Jim Sinegal, de Costco, es ese tipo de fanático; por este motivo, Munger participa en su consejo de administración. La fundadora de Nebraska Furniture Mart, Rose Blumkin (la «Sra. B»), es otra fanática. Munger es un gran admirador del equipo gestor de Iscar, otra de las empresas en la cartera de Berkshire. Repasar la lista de los consejeros delegados de Berkshire revela una larga lista de fanáticos.

Una de las razones por las que el capitalismo funciona es por la dificultad de crear esos fosos, que además suelen deteriorarse con el paso del tiempo. Lo que ocurre a medida que pasan los años es que el denominado *excedente del productor* se transfiere al

excedente del consumidor . Munger describía el proceso competitivo y por qué beneficia al consumidor con estas palabras:

> El mayor triunfo del capitalismo es su capacidad para inundar de críticas y opiniones a los propietarios de las empresas y asignar el talento de manera eficiente. Si tienes una zona con veinte restaurantes, y de repente dieciocho tienen que cerrar, los dos que quedan en pie están en buenas manos, en manos de gente muy capacitada. A los propietarios de empresas les recuerdan constantemente los beneficios y las penalizaciones. Ahí la psicología explica la economía. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2011.)

Las opiniones de Munger sobre la naturaleza de la competencia entre empresas son darwinianas. Cree que el capitalismo no se anda con chiquitas en mercados que son muy competitivos:

> A muy largo plazo, la historia demuestra que las posibilidades de que una empresa sobreviva de una manera que resulte conveniente a sus propietarios son escasas, en el mejor de los casos. (Charlie Munger en *El inversor Dhandho,* 2019.)

> El capitalismo es un lugar bastante brutal. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

En cuanto a los fosos, hay que decir que la durabilidad importa. Munger quiere evitar las empresas que tienen un foso a día de hoy, pero que van a perderlo el día de mañana. Algunos fosos se atrofian gradualmente con el paso del tiempo, mientras que otros desaparecen mucho más deprisa. Como dijo Ernest Hemingway en *Fiesta* , una empresa puede entrar en quiebra de dos maneras, «gradualmente, y después de repente». La velocidad de destrucción de los fosos se ha ido acelerando debido a los avances tecnológicos y a la rapidez con la que ahora se difunde la información. Para algunas personas, este incremento de la velocidad puede ser muy confuso en determinados casos. Por ejemplo, la velocidad con la que empresas como Kodak o Nortel perdieron sus fosos ha sido traumática para muchos inversores que crecieron en otra época.

La velocidad de desaparición de esos fosos no debe confundirse con otras situaciones en que las empresas nunca tuvieron la menor ventaja. El tiempo de supervivencia de un foso se denomina *período de ventaja competitiva* (CAP, por sus siglas en inglés), según Michael Mauboussin. La velocidad a la que desaparecen los fosos será diferente en cada caso y no tiene por qué ser constante. La velocidad a la que se atrofian los fosos es similar a lo que se conoce como *disminución* en el ámbito académico, según Michael Mauboussin. [11]

Hasta las mejores empresas pueden observar que la competencia reduce sus fosos o incluso los hace desaparecer. Munger ha dicho:

> Muchas veces ves una empresa que tiene unos resultados fabulosos. Y la pregunta es: «¿Cuánto puede durar esto?». Bueno, sólo conozco una forma de responder a esa pregunta. Y consiste en pensar en las razones por las que ahora está obteniendo esos resultados, y entonces tratar de imaginar qué podría provocar que esos resultados dejaran de producirse. (Charlie Munger, *Damn Right* , 2000.)

La prensa es un buen ejemplo de un sector que tuvo un foso fantástico en el pasado, pero que ahora se encuentra en plena decadencia. Por desgracia para los editores de periódicos, los cambios tecnológicos han cubierto su foso de un modo bastante drástico.

> La economía perfecta y fabulosa de este sector [la prensa] puede llegar a deteriorarse muy gravemente. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2000.)

Munger se percató de su deterioro mucho antes que otra gente, sobre todo porque Berkshire era propietaria de varios periódicos, como *The Washington Post* y *The Buffalo News.* Sin embargo, Berkshire no ha renunciado a todos sus periódicos. Las cabeceras que cubren las noticias locales, sobre todo en aquellas ciudades que tienen un fuerte sentido de comunidad, todavía resultan muy atractivas. En la junta de Berkshire de 2012, comentaron que era muy probable que compraran más periódicos.

Esas compras de periódicos en ciudades pequeñas podrían recordar a las inversiones de Graham en acciones colilla, y, en consecuencia, significar una reversión a una forma de operar propia de antaño. Pero Berkshire dispone de una enorme cantidad de efectivo de la que quiere sacar provecho, y no hay tantas empresas de calidad que valga la pena comprar. Munger añadía:

> El exceso de efectivo es una ventaja, no un inconveniente. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2012.)

A medida que crece la reserva de dinero para invertir, cada vez resulta más difícil encontrar empresas que dispongan de un buen foso y que valga la pena comprar, en parte o en su totalidad. En este sentido, el tamaño va en contra del rendimiento de la inversión. Más de un gestor de fondos de inversión ha sufrido este problema porque la tendencia es ignorar la necesidad de disponer de un foso resistente antes de poner a trabajar grandes cantidades de dinero.

Kodak es una empresa que en el pasado tenía un foso muy potente, pero en un momento dado empezó a perderlo a un ritmo espectacular. Munger describía la destrucción competitiva que afectó al negocio de la fotografía:

> Lo que ocurrió con Kodak es el resultado natural del capitalismo competitivo. (Charlie Munger, entrevista en la CNBC, 2012.)

Es cierto que todo lo que pasó con Kodak fue muy doloroso, pero, en opinión de Munger, para entender la historia también hay que recordar que una parte de la empresa sí contaba con un foso, y que esa división sobrevivirá:

> La gente cree que todo el asunto se vino abajo, pero se olvidan de que Kodak nunca entró en verdadera bancarrota, porque Eastman Chemical sobrevivió como una empresa muy próspera, y muchas veces se olvidan de ese aspecto. (Charlie Munger, *Fortune* , 2012.)

El desafío al que se enfrenta cualquier empresa que haya

perdido su foso es tan terrorífico como trascendental. En el momento en que un bucle de retroalimentación se vuelve negativo, es muy difícil que una empresa pueda recuperar lo que tenía en el pasado. Los factores que en un primer momento crearon el foso pueden acabar con la empresa a la misma velocidad, incluso más deprisa. Si su ascensión no siguió una trayectoria lineal, es muy posible que su declive tampoco adopte una evolución progresiva.

Por poner otro ejemplo, Munger ha dicho que los grandes almacenes de los centros urbanos tenían un foso muy resistente en el pasado, en especial si tenemos en cuenta las economías de escala y su ubicación en medio de un tráfico masivo. Sin embargo, el estilo de la vida de la gente empezó a cambiar cuando los coches se volvieron más asequibles y la gente se trasladó a las afueras, donde había enormes centros comerciales. La llegada de amazon.com al sector del comercio minorista ha dañado aún más el foso que tenían los grandes almacenes, y de todo tipo, estén en el centro de la ciudad o en las afueras.

Lo que determina si una empresa tiene un foso es cualitativo (por ejemplo, economías de escala tanto en el lado de la oferta como de la demanda, marcas registradas, normativas y propiedad intelectual), pero la forma de comprobar la resistencia de ese foso es cuantitativa (o sea, un ejercicio matemático). Las fórmulas matemáticas no te explicarán cómo construir tu propio foso, pero pueden ayudarte a comprobar si lo tienes o no; al menos, por ahora. Para comprobar si una empresa determinada tiene un foso, tienes que determinar si estás obteniendo unos beneficios mayores que el *coste de oportunidad del capital* (OCC, por sus siglas en inglés). Si ese nivel de rentabilidad se ha mantenido durante un período temporal razonable (medido en años), entonces tienes delante un foso potente. Si el tamaño de la diferencia positiva entre el *rendimiento sobre el capital invertido* (ROIC, por sus siglas en inglés) y el OCC es grande, y si ese margen se mantiene a pesar del paso del tiempo, ese foso es relativamente potente. Determinar con precisión cuánto debe perdurar dicho foso para pasar este examen es una pregunta muy interesante. Si no es un período mínimo de dos años, estás asumiendo un riesgo significativo. Si esos

resultados positivos se alargan durante cinco años, puedes estar bastante más seguro de que el foso va a aguantar en su sitio. Si quieres saber más sobre esta cuestión, te recomiendo la lectura de un artículo de Michael Mauboussin titulado «Measuring the Moat» [Medir el foso], que ya se ha convertido en todo un clásico.

Detectar la existencia de un foso que los propietarios actuales del negocio aún no han aprovechado del todo puede ser muy rentable para un inversor que se decida a comprar la empresa. Munger ha señalado:

> En realidad, hay algunas empresas, que vas a encontrarte unas pocas veces en la vida, en las que cualquier jefe puede aumentar los beneficios de manera espectacular con sólo subir los precios; y, a pesar de ello, nadie lo ha hecho todavía. Por lo tanto, tienen un poder para fijar los precios que aún no están utilizando. Es la perogrullada definitiva. [...] Disney descubrió que podía subir mucho esos precios, y la asistencia seguía siendo la misma. Por lo tanto, una buena parte de los logros de Eisner y Wells [...] sólo vienen de subir los precios de Disneyland y Disneyworld y de las ventas de las películas clásicas de dibujos animados en formato de vídeo doméstico. En Berkshire Hathaway, Warren y yo subimos los precios de los bombones de See's un poco más rápido de lo que hubieran hecho otros. Y, por supuesto, invertimos en Coca-Cola, que también tenía un poder de fijar los precios que no había aprovechado. Y también tenía una dirección maravillosa. Así que Goizueta y Keough podían hacer mucho más que subir los precios. Era perfecto. (Charlie Munger, Instituto Tecnológico de California, 1997.)

Con See's Candies, Munger y Buffett descubrieron que cuando cuentas con un buen foso (en este caso, creado a partir de una marca muy potente, aunque sólo sea a escala regional), la empresa puede subir los precios para incrementar la rentabilidad. También descubrieron que ciertas marcas tienen problemas para expandirse a otros mercados, y que hay un límite al número de tiendas de bombones que pueden abrirse en una zona sin perder la rentabilidad.

Desde un punto de vista mucho más práctico, la declaración anterior ilustra muy bien que es posible utilizar varias reglas para poner a prueba la fortaleza de un foso. En lo más alto de la lista,

primero hay que determinar si la empresa en cuestión tiene la capacidad de fijar los precios. Por ejemplo, si tienes que cruzar los dedos y rogar al cielo antes de subir los precios, entonces no tienes un foso muy fiable… o, sencillamente, no tienes foso, según Buffett.

El término *foso* no esconde nada siniestro. Los negocios son, por su propia naturaleza, un proceso competitivo. Incluso un pequeño restaurante que hace carnes a la brasa puede tener un foso. Una empresa que, con el paso de los años, muestra un rendimiento sobre el capital significativamente superior a su coste de oportunidad tiene un foso, tanto si es consciente de ello como si no.

Munger y Buffett han dicho que, con relación a los fosos, hay tres habilidades diferentes que habría que tener en consideración: crear el propio foso, identificar un foso que otros han creado e identificar una empresa emergente que puede obtener su foso antes de que sea evidente.

Crear un foso es lo que han conseguido personas como Ray Kroc, Sam Walton, Estee Lauder, Mary Kay y Bill Gates. La creación de un foso exige unas competencias directivas superiores, a las que siempre hay que añadir un punto de suerte. En teoría, es posible lograr un foso sin ningún talento para la gestión y sólo gracias a la suerte, pero no se me ocurre ningún ejemplo real en que haya ocurrido algo así. En ocasiones, ciertos profesionales que son unos gestores excelentes y que tienen la capacidad para crear un buen foso demuestran carecer de las competencias adecuadas para invertir con éxito. Los vendedores que se dedican a colocar acciones adoran a esta clase de personas porque son el objetivo perfecto para sus estafas.

Identificar los fosos que han creado otros profesionales es una habilidad que poseen personas como Munger y Buffett. Munger reconoce que Buffett y él compran fosos en vez de crearlos, porque no se les da particularmente bien levantarlos de la nada. Además de contar con un foso, insiste en que la empresa debe tener un equipo directivo de reconocido talento. Para aquellos inversores que adquieren fosos en lugar de crearlos, la existencia de esta ventaja tiene un valor especial porque, en ocasiones, les permite

sobrevivir desde un punto de vista financiero, incluso si el equipo directivo no rinde como se esperaba o abandona la empresa.

Identificar, antes de que sea evidente, una empresa emergente capaz de construir un foso es una tarea que los inversores en capital riesgo pueden hacer cuando tienen una probabilidad bastante elevada de generar un rendimiento atractivo sobre el capital. Los inversores en capital riesgo buscan algo llamado «opcionalidad», que es una forma de arbitraje distinta a la que se utiliza en el sistema de inversión en valor de Graham. Las habilidades necesarias para tener éxito como inversor en capital riesgo son muy poco habituales, como queda demostrado por el hecho de que la distribución de los beneficios en este tipo de inversiones sigue la ley de potencias. Los fosos que emergen de sistemas adaptativos complejos, como una economía, son en realidad difíciles de detectar. Esto se debe a que los fosos son más grandes que la suma de sus partes, y a que emergen de algo que también es más grande que la suma de sus partes. Por el contrario, es mucho más fácil detectar un foso en plena destrucción, ya que es un proceso donde algo se transforma en nada.

Cada una de estas tres competencias es muy distinta a las demás, y es poco frecuente que una persona las tenga todas. Para la sociedad, este exceso de confianza es valioso porque «hasta una ardilla ciega encuentra una nuez de vez en cuando» gracias a la suerte. Sin embargo, a título individual, hay un sinfín de quiebras innecesarias. Lo que en su conjunto es bueno para la sociedad no tiene por qué ser bueno para personas individuales.

Inversión en valor frente a inversión en factores

Ben Graham y sus discípulos, como Warren Buffett, Howard Marks y Seth Klarman, han desarrollado un sistema llamado *inversión en valor* . Eugene Fama y Ken French desarrollaron una estrategia completamente diferente, la *inversión en factores* , que identifica las «acciones de valor». Aunque el sistema de Ben Graham y el de Fama/French comparten la palabra *valor* , son muy distintos en su concepción.

Es importante establecer una distinción conceptual clara y sencilla entre el valor como *factor estadístico* (Fama/French) y el valor como *objetivo* o *estilo analítico* (Ben Graham). Los dos métodos aportan soluciones a cuestiones diferentes: Fama/French tratan de resolver los factores que crean una disparidad persistente entre un gran número de acciones, mientras que los inversores en valor de la escuela de Graham intentan descubrir dónde tienen un riesgo bajo de pérdida permanente de capital y una alta probabilidad de obtener un rendimiento atractivo.

Como resultado de las diferencias básicas entre ambos estilos, las acciones de valor detectadas con el modelo Fama/French no tienen por qué resultar atractivas para los discípulos del sistema de inversión de Ben Graham. Un fondo que se haya diseñado a partir de los principios de la inversión en factores no tiene nada que ver con el sistema de inversión en valor de Ben Graham.

La columna vertebral del modelo de factores *top-down* (de arriba abajo) creado por Fama/French se basa en la suposición de que los mercados son eficientes; por lo tanto, sólo es posible obtener un rendimiento superior al mercado asumiendo más riesgo. Sin embargo, cuando Fama/French observaron el rendimiento real de los inversores, descubrieron una serie de anomalías. Como no querían abandonar la hipótesis de la eficiencia

del mercado, Fama/French ampliaron su argumentación con la idea de que debían existir unos «factores de riesgo» sistemáticos que aún no se habían descubierto. En la actualidad, Fama/French han identificado cinco factores diferentes, uno de los cuales es la ratio entre el valor contable de las acciones de la empresa (*book equity*) y su valor o capitalización de mercado (*market equity*). Así, la ratio *book-to-market* [entre el valor contable y el de mercado] se bautizó como el *factor de valor* .

En oposición al método *top-down* de Fama/French, el sistema de inversión en valor de Ben Graham se basa en la premisa de que, para valorar una acción, debes analizar la empresa en cuestión a partir de un enfoque *bottom-up* (de abajo arriba). El objetivo del inversor en valor que sigue a Graham es calcular los futuros flujos de caja distribuibles de una empresa para adquirirla cuando el precio de su acción se negocia significativamente por debajo del valor intrínseco que sugieren esos flujos de caja. Por ejemplo, un inversor en valor calcula que los flujos de caja a largo plazo de una empresa serán de 100 millones de dólares anuales, y decide comprarla porque el valor de empresa (o sea, de todo su negocio) es de 500 millones de dólares. No hace falta ser un genio para darse cuenta de que, si compras algo por 500 millones y te reporta una ganancia de 100 millones al año, vas a obtener un rendimiento espectacular por tu inversión (20 por ciento, en este caso). El sistema de Graham puede vencer al mercado a largo plazo, pero sólo si el inversor en valor es capaz de hacer el trabajo necesario para implementar los cuatro principios básicos del método: (1) tratar las acciones como un interés proporcional en la empresa; (2) tener un margen de seguridad al comprar acciones; (3) comprender que el Señor Mercado es mucho más bipolar que inteligente, y que debe ser tu siervo, no tu señor, y (4) ser racional. El cuarto principio es el más difícil para todos los inversores.

La inversión en factores no incluye ninguno de estos cuatro principios. Cuando una persona utiliza la ratio *book-to-market* para decidir si una acción está barata, en realidad está diciendo que no hay ninguna diferencia entre una empresa operativa y una montaña de efectivo en una cuenta bancaria. Para esa persona, el

producto, los clientes, la capacidad de producción, la marca y la capacidad operativa no significan absolutamente nada. Esto se debe a que el valor contable (*book value*) en la ratio se utiliza como un sustitutivo del valor intrínseco, y el valor contable no te dice nada sobre la capacidad de una empresa para generar beneficios.

Los inversores en valor de la escuela de Graham ven el mundo justo al revés. Están preocupados por lo que cuentan las características operativas de una empresa sobre sus probables flujos de caja en el futuro. Las empresas que tengan unos flujos de caja más grandes en el futuro valdrán más que aquellas otras con unos flujos más reducidos, independientemente de cuál pueda ser el valor contable de dichas empresas.

El vínculo entre el valor contable y el rendimiento/flujo de caja puede encontrarse en la rentabilidad financiera de una empresa (ROE). Esto es: Tasa de rendimiento = rentabilidad financiera x *book-to-market* .

Aunque Fama reconoce que el valor de una empresa reside en sus futuros flujos de caja descontados, también asume que nadie puede superar a la media cuando intenta predecir cómo lo va a hacer una empresa en el futuro. La conclusión del marco teórico de Fama es que podrías dar por sentado que todas las empresas tienen la misma rentabilidad financiera. Si todas las empresas tienen la misma rentabilidad financiera, entonces el *book-to-market* ya te dice todo lo que necesitas saber sobre el valor de una empresa. Pero, para el inversor en valor que aplica los principios de Graham, sería absurdo asumir que no hay ningún motivo para calcular la futura rentabilidad financiera de una empresa con una óptica conservadora.

Los inversores en valor dedican mucho tiempo a pensar en la rentabilidad financiera y el rendimiento sobre el capital. Estos conceptos les permiten diferenciar la capacidad de generar beneficios de una empresa en comparación con otra. Para Fama/ French, el valor se establecería únicamente por el análisis de una base de datos organizada a partir del valor contable y el precio. Para el inversor que sigue los principios de Graham, el valor es una

función del margen de seguridad, que sólo puede establecerse con una evaluación del precio de mercado en relación con un rango de valores intrínsecos, construidos a partir de una estimación conservadora de los futuros flujos de caja.

Para comprender esta diferencia de una forma bastante sencilla, podemos utilizar una analogía. Imagínate que quieres confeccionar un equipo de baloncesto (vamos a llamarlo Equipo A). El método de Fama/French consistiría en reclutar a los cien hombres más altos de la ciudad. Este equipo lo haría mejor que la media porque hay una correlación entre altura y destreza. Del mismo modo, habrá una correlación estadística entre una empresa infravalorada (o sea, una verdadera inversión en valor) y una empresa con una ratio *book-to-market* baja.

Otra forma de crear ese equipo de baloncesto sería organizar unas pruebas y evaluar las habilidades reales de los candidatos con el balón (tal como haría un inversor en valor que sigue el estilo de Ben Graham). Una persona que utilizara este estilo escogería los quince mejores jugadores para su Equipo B. Es bastante probable que el Equipo B gane al Equipo A por una amplia ventaja, aunque el Equipo A sea mejor que la media. En este mismo sentido, una cartera construida correctamente con inversiones en valor será mejor (y por un amplio margen) que una cartera con varios cientos de acciones con una ratio *book-to-market* alta.

Dicho esto, el sistema de inversión en factores es básicamente una modificación (quizá una mejora) de la inversión en índices. En cambio, el objetivo del inversor en valor que sigue los postulados de Graham es obtener unas ganancias que sean significativamente superiores a una prima de un 1 o 2 por ciento. En otras palabras, la inversión en factores trata de arañar una ligera ventaja estadística con la modificación del sistema de inversión en índices, mientras que el inversor en valor busca unos beneficios más significativos. La prueba del éxito de cada sistema está «en la realidad». Los inversores saldrían ganando si reflexionaran un poco sobre los resultados que Warren Buffet compartía en su famoso artículo «The Superinvestors of Graham y Doddsville» [Los superinversores de Graham y Doddsville] para apreciar de verdad las ganancias que

los inversores en valor han obtenido en el registro histórico.

Quizá ésta sea la razón por la que muchos fondos hacen todo lo que está en su mano para confundir a la gente mezclando las diferencias entre el sistema de inversión en valor de Graham y la inversión en factores. Quieren fondos «de valor», aunque en realidad sean fondos de inversión en factores, para aprovecharse del halo de prestigio que rodea al sistema de Benjamin Graham gracias a los éxitos de los «superinversores» que han salido de su escuela.

Es una tragedia que muchos profesionales parezcan haber asumido que las actividades de Warren Buffett y otros inversores en valor son una variante más de los postulados de Fama cuando describía las características del factor valor. Si esos inversores hubieran leído el libro de Ben Graham *El inversor inteligente* (Deusto, 2007), así como otros textos del mismo autor sobre el mundo de la bolsa, se darían cuenta de que ambas estrategias son muy diferentes.

Glosario

Acción: una participación en la titularidad de una empresa.

Acción de crecimiento: según Howard Marks, son las acciones (incluyendo aquellas cuyo valor actual es inferior a su precio) que, en opinión de los inversores, verán aumentar su valor con bastante rapidez en el futuro generando una ganancia sustancial.

Acción de valor: un término que personas distintas con estilos de inversión distintos usan para propósitos distintos; los inversores en factores tienen una definición mientras que los inversores en valor aplican otra muy diferente.

Acciones colilla: una acción que se compra a un precio lo bastante bajo como para poder venderla con un beneficio decente, a pesar de que el rendimiento a largo plazo de la empresa sea terrible. La metáfora de la colilla tiene su origen en la idea de que la acción aún puede comprarse, y de que su valor viene de que aún le quedan un par de caladas.

Acciones net-net: acciones que se negocian a un precio que está entre un descuento y el valor de liquidación.

Activo: una cosa que tiene valor.

Alfa: una métrica del rendimiento de la inversión en relación con una referencia, como un índice.

Alza: una ganancia potencial.

Análisis fundamental: un análisis de los datos de rendimiento que proporciona la propia empresa en documentos como los informes anuales, las declaraciones de beneficios y otros documentos requeridos por las autoridades fiscales y bursátiles de cada país.

Análisis técnico: analizar precios usando datos generados por el mercado, como ratios de beneficios, volatilidad, histórico de precios, patrones de precios y volumen de negociación con el objetivo de anticipar su dirección.

Apalancamiento: deuda o préstamo como participación en la financiación total de una empresa.

Arbitraje: sacar provecho de la diferencia de precio entre dos o más mercados.

Balance: una declaración financiera que identifica los activos, pasivos y acciones de una empresa.

Beneficio real: retorno de la inversión después de la debida corrección por el impacto de la inflación.

Beneficio relativo: el beneficio económico cuando se compara con un punto de referencia determinado durante un período de tiempo.

Beneficios del propietario: ingresos netos + depreciación + agotamiento + amortización – gastos de capital – capital operativo adicional.

Beneficios por acción (EPS, por sus siglas en inglés): métrica de la rentabilidad que se calcula dividiendo los ingresos netos por el número de acciones.

Beta: métrica de la volatilidad de un activo en relación con el mercado.

Bono: deuda o instrumento de inversión que emite una organización privada o un Estado.

Bonos del Tesoro: obligaciones del Estado (en este caso, Estados Unidos) con un vencimiento de entre uno y diez años, que pagan un interés sobre el monto principal.

Book-to-market (contable a mercado): compara el valor contable de una empresa con el precio de su acción; la relación entre el capital contable y la capitalización de mercado.

Bottom-up (abajo arriba): partir de los fundamentales o datos microeconómicos y construir hacia arriba, para tratar de comprender mejor los fenómenos macroeconómicos.

Caída: una potencial pérdida.

Celosía de modelos: ensamblar muchos modelos de muchas disciplinas en una estructura interrelacionada similar a un entramado para tomar mejores decisiones.

Círculo de competencia: el perímetro del área dentro de la cual una persona posee unos conocimientos y una experiencia

superiores a las del mercado.

Clase de activos: un grupo de activos que muestran características similares en el mercado (por ejemplo, acciones, bonos y equivalentes en efectivo).

Cobertura: la compra de un activo con la intención de proporcionar unos beneficios opuestos a los de otro para compensar el impacto de los cambios de precio.

Correlación: cómo se mueve el precio de un activo en relación con otro.

Corto: la venta de una acción prestada con la predicción de que el precio caerá.

Coste de oportunidad: el valor de la alternativa a la que se ha renunciado.

Declaración de ingresos: un documento que identifica los beneficios o las pérdidas de una empresa.

Depreciación: la asignación contable del coste de un activo de larga duración en relación con su vida útil.

Derivados: productos de inversión cuyo valor se deriva de otros productos.

Diversificación: comprar una cierta cantidad de activos diferentes y no relacionados.

EBIT: beneficios antes de intereses e impuestos.

EBITDA: beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización; Munger propone sustituir el concepto por las palabras «beneficios de mierda» cada vez que aparece.

Economías de escala: el coste promedio disminuye a medida que se incrementa la producción.

Efectos de red: economías de escala en el lado de la demanda.

Especulador: una persona que intenta anticipar el precio de una acción en el futuro adivinando cuál será el comportamiento de la gente dentro de un tiempo.

Excedente del consumidor: la diferencia entre lo que un consumidor está dispuesto a pagar y lo que acaba pagando en realidad.

Excedente del productor: diferencia entre la cantidad que recibe un productor de un bien o servicio y los costes de proveer dicho

bien o servicio.

Extrapolación: hacer predicciones sobre el futuro a partir de las tendencias del pasado y los datos del presente.

Flujo de caja libre: el efectivo disponible después de tener en cuenta gastos, amortización de la deuda, gastos de capital y dividendos.

Flujo de fondos descontados (DCF, por sus siglas en inglés): descontar a un tipo de interés apropiado los flujos de caja netos de una inversión.

Foso: barreras a la entrada en un mercado que permiten que una empresa cree valor de manera sostenible.

Heurísticas: un atajo mental que permite que los seres humanos resuelvan problemas y hagan juicios a toda velocidad (reglas de oro mentales).

Hipótesis del mercado eficiente: en cualquier momento, los precios de las acciones reflejan por completo toda la información disponible (hay variantes leves, moderadas y radicales).

Interés: los ingresos obtenidos en una inversión o un período temporal concreto.

Inversión a contracorriente: invertir en empresas que, según la gran mayoría de los inversores, no van a incrementar su valor (o sea, no seguir al rebaño).

Inversión en factores: una estrategia de inversión desarrollada por Fama/French, que ha identificado factores que pueden utilizarse para mejorar fondos indexados.

Inversión en valor: adquirir más de lo que pagas (compartido por toda inversión inteligente).

Inversión focalizada: una estrategia de inversión que «significa tener 10 cosas en propiedad, no 100 o 400» según Munger.

Inversión momentum: estrategia de inversión basada en la teoría de que las tendencias que se perciben en una variable, como el precio, tienen más probabilidades de seguir el mismo rumbo que de cambiar de dirección.

Inversión: la compra de un activo con el objetivo de generar un beneficio.

Inversor: una persona que intenta comprender el valor subyacente

de un activo.

Inversor activo: una persona que escoge acciones y otros activos a partir de la investigación, el análisis y su propio juicio, en vez de limitarse a adquirir fondos indexados o *exchange-traded funds* (ETF, por sus siglas en inglés; fondos cotizados).

Inversor en índices: invertir en una cartera diversificada de fondos indexados y ETF.

Inversor en valor de la escuela de Graham: un tipo de inversor en valor que se basa en cuatro principios fundamentales.

Inversor pasivo: invertir en una cartera diversificada de fondos indexados y ETF.

Largo: comprar algo con la idea de que su precio subirá.

Letras del Tesoro: obligaciones del Estado (en este caso, Estados Unidos) que se venden a su valor nominal o con descuento, y con un vencimiento de menos de un año.

Liquidez: métrica relativa a la facilidad con la que se puede vender un activo a cambio de dinero en efectivo.

Macroeconomía: el estudio del comportamiento global de una economía.

Margen de seguridad: la diferencia entre el valor intrínseco y el precio actual en el mercado.

Microeconomía: el estudio de elementos individuales que componen el conjunto de una economía.

Modelos mentales: representaciones cognitivas funcionales de fenómenos con los que las personas interactúan.

Obligaciones del Tesoro: obligaciones del Estado (en este caso, Estados Unidos) con un vencimiento de más de diez años, que pagan un interés sobre el monto principal.

PCGA: principios contables generalmente aceptados.

Problema de demora: cuando un proveedor (o un comprador) exclusivo utiliza esa posición privilegiada para subir los precios y obtener un beneficio del comprador (o del vendedor).

Regresión a la media: la tendencia de cualquier análisis futuro de una variable aleatoria a estar más cerca de los valores promedio que los análisis hechos en el presente.

Rendimiento del capital: mide los beneficios obtenidos sobre el

capital invertido en una operación.

Rendimiento del Tesoro: el porcentaje de beneficio que se obtiene de la inversión en la deuda pública del Estado.

Rendimiento financiero: ingresos netos generados como un porcentaje del capital de los accionistas.

Rendimiento financiero absoluto: la medición de las ganancias en comparación con una referencia, como los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

Riesgo: la posibilidad de sufrir una pérdida.

Sabiduría universal: al tomar decisiones, el uso habitual mediante la síntesis de las grandes ideas de todas las grandes disciplinas.

Sistema de Berkshire: un sistema de inversión que aplica las decisiones tomadas por Munger y Buffett sobre las variables que complementan la inversión en valor según Benjamin Graham.

Señor Mercado: una metáfora de la naturaleza impredecible y bipolar de los mercados a corto plazo; algunas veces, a corto plazo, venderá un activo a precio de ganga y, otras, a un precio más elevado de lo que vale en realidad.

Top-down (arriba abajo): tomar los datos más generales e intentar usarlos para comprender mejor los microfundamentales y seleccionar inversiones concretas.

Valor contable o nominal: el valor total de los activos menos el valor total del pasivo.

Valor de liquidación: la cantidad de activos y efectivo que pueden obtenerse desmontando la empresa, vendiendo sus activos, reembolsando su deuda y repartiendo todo lo que quede entre los accionistas.

Valor de mercado privado: el precio que un profesional bien informado y experimentado pagaría por una empresa en una transacción privada.

Valor intrínseco: el valor presente de los flujos de caja futuros.

Valor presente: cantidad de dinero que, en la actualidad, equivale en valor a los pagos que se recibirán en el futuro.

Valor presente neto: el valor presente de los flujos de caja de una inversión menos el coste de dicha inversión.

Valor: el valor de una cosa, calculado con un análisis fundamental.

Volatilidad: fluctuación de una variable, como el precio de mercado, a lo largo del tiempo.

Bibliografía

Fuentes audiovisuales

«21st Annual Conference: Roundtable III.», vídeo en YouTube, 1:11:36, de un debate sobre China en la 21ª Conferencia anual, publicado por Committee 100, 3 de junio, 2013, < http://www.youtube.com/watch?v=cDDPtJzGyEg >. [Consulta: 11/11/2021]

«A Conversation with Charlie Munger U Michigan 2010 part 9», vídeo en YouTube, 2:00:04, de una conferencia en la Universidad de Michigan en 2010, publicado por Tri Suseno, 9 de diciembre de 2010, < https://www.youtube.com/watch?v=K6RS_PqudxU >. [Consulta: 11/11/2021]

«Charlie Munger on BYD», vídeo en YouTube, 8:02, de una entrevista en Fox Television, publicado por Value Investing Pro, 19 de mayo de 2009, < http://www.youtube.com/watch?v=rZ9AooeFe9E >. [Consulta: 11/11/2021]

«Charlie Munger Reveals Secrets to Getting Rich», vídeo en YouTube, 10:56, de una entrevista en la BBC, publicado por CharlieMungerChannel, 13 de julio de 2012, < http://www.youtube.com/watch?v=3WkpQ4PpId4 >. [Consulta: 11/11/2021]

«Charlie Munger Speech at USC-May 2007 (part 1 of 5)», vídeo en YouTube, 8:45, de un discurso en la ceremonia de graduación de la USC Law School en mayo de 2007, publicado por Tri Suseno, 9 de agosto de 2009, < http://www.youtube.com/watch?v=L6Cy7UwsRPQ >. [Consulta: 11/11/2021]

«Munger on Sokol: “I’m Sad”», vídeo en YouTube, 6:27, de una entrevista en la CNN, publicado por CNNMoney, 3 de mayo de 2011, < http://www.youtube.com/watch?v=72t7oapvbas >.

[Consulta: 11/11/2021]
«The Psychology of Human Misjudgment», vídeo en YouTube, 1:16:22, de una conferencia impartida en la Universidad de Harvard en junio de 1995, publicado por BuffettMungerWisdom, 13 de enero de 2013, < http://www.youtube.com/watch?v=pqzcCfUglws >. [Consulta: 11/11/2021]

Fuentes textuales

Ablan, Jennifer y Jonathan Stempel, «Munger: Hard to Find Berkshire Deals, 'Raving Mad' Not to Try», Reuters, 3 de mayo de 2013, < https://www.reuters.com/article/us-berkshire-agm-munger-idUSBRE9420PM20130503 >. [Consulta: 11/11/2021]
Ariely, Dan, *Las trampas del deseo: cómo controlar los impulsos racionales que nos llevan al error* , Booket, Barcelona, 2013.
Barbosa, Miguel, «Interview with Michael Mauboussin», *Seeking Alpha* , septiembre de 2009, enlace no disponible: < http://m.seekingalpha.com/article/163743 >. [Consulta: 11/11/2021]
Berkowitz, Bruce, «Interview at University of Miami», entrevista en *Market Folly* , 30 de noviembre de 2012, < http://www.marketfolly.com/2012/11/bruce-berkowitz-interview-at-university.html >. [Consulta: 11/11/2021]
Bernstein, Peter, *Contra los dioses: la extraordinaria historia del riesgo* , Profit Editorial, Barcelona, 2020.
Bernstein, William, *The Investor 's Manifesto* , Wiley, Nueva York, 2012.
Betterment, «Why a Value Investor Is Better Off in a Portfolio», entrevista de Bruce Greenwald, 12 de abril de 2013, enlace no disponible: < https://www.betterment.com/blog/2013/12/04/why-a-value-investor-is-better-off-in-a-portfolio >.

Bevelin, Peter, *Seeking Wisdom: From Darwin to Munger* , Marceline, MO, Walsworth, 2008.

Bogle, John, «The Arithmetic of “All-In” Investment Expenses. CFA Perspectives», *Financial Accountants Journal* , Vol. 70 (1), 2014, < http://www.cfapubs.org/doi/sum/10.2469/faj.v70.n1.1 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, *Clash of Cultures* , Wiley, Hoboken, Nueva Jersey, 2012.

—, *Cómo invertir en fondos de inversión con sentido común* , Deusto, Barcelona, 2017.

—, *John Bogle on Investing: The First 50 Years* , McGraw-Hill, Nueva York, 2000.

—, *El pequeño libro para invertir con sentido común: el mejor método para garantizar la rentabilidad en bolsa* , Deusto, Barcelona, 2016.

Boodell, Peter, «2008 Berkshire Hathaway Shareholder Meeting», *Seeking Alpha* , 5 de mayo de 2008, < http://seekingalpha.com/article/75598–2008-berkshire-hathaway-shareholder-meeting-detailed-notes >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Berkshire Hathaway Annual Meeting Notes», *Rational Walk* , 3 de mayo de 2010, < http://www.rationalwalk.com/?p=6794 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Wesco 2008 Annual Meeting Notes», agosto de 2009, < http://mungerisms.blogspot.com/2009/08/2008-annual-meeting-notes.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Wesco Annual Meeting», *Seeking Alpha* , 9 de mayo de 2008, < https://seekingalpha.com/article/76538-2008-wesco-shareholder-meeting-detailed-notes >. [Consulta: 11/11/2021]

Bossert, Alex, «2014 Berkshire Hathaway Annual Meeting», 2014, < https://www.gurufocus.com/news/258331/complete-notes-from-the-2014-berkshire-hathaway-annual-meeting >. [Consulta: 11/11/2021]

Browne, Christopher, *El pequeño libro de la inversión en valor: averigua cuál es la estrategia de los grandes inversores* , Deusto, Barcelona, 2016.

Bruck, Connie, «Rough Rider», *The New Yorker* , 12 de noviembre de 2007, < http://www.newyorker.com/

reporting/2007/11/12/071112fa_fact_bruck >. [Consulta: 11/11/2021]

Bruni, Jerome V, «2004 Berkshire Hathaway Annual Meeting Top 20 Questions», *J. V. Bruni and Company Website* , 2004, < http://jvbruni.com/berkshire.htm >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «2005 Berkshire Hathaway Annual Meeting Top 20 Questions», *J. V. Bruni and Company Website* , 2005, < http://www.jvbruni.com/Berkshire2005annualmeeting.htm >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «2006 Berkshire Hathaway Annual Meeting Top 20 Questions», *J. V. Bruni and Company Website* , 2006, < http://jvbruni.com/Berkshire2006annualmeeting.htm >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «2007 Berkshire Hathaway Annual Meeting Top 20 Questions», *J. V. Bruni and Company Website* , 2007, < http://www.jvbruni.com/Berkshire2007annualmeeting.htm >. [Consulta: 11/11/2021]

Buffett, Warren. «1981 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 26 de febrero de 1982, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1981.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «1987 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 29 de febrero de 1988, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «1989 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 2 de marzo de 1990, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «1991 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 28 febrero de 1992, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1991.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «1992 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 1 marzo de 1993, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «1993 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 1 marzo de 1994, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1993.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «1994 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 7 marzo de

1995, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1994.html >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «1995 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 1 marzo de 1996, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1995.html >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «1999 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 1 marzo de 2000, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/1999htm.html >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «2007 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», febrero de 2008, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/2007ltr.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «2012 Berkshire Hathaway Shareholder Letter», 1 de marzo de 2013, < http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «Benjamin Graham 1894-1976», *Financial Analysts Journal* , noviembre/diciembre, 1976, vol. 32, n.º 6, 19. < http://dx.doi.org/10.2469/faj.v32.n6.19 >. [Consulta: 11/11/2021]
—, Página web de Berkshire Hathaway, < www.berkshirehathaway.com >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «Buy American. I am», *The New York Times* , 16 de octubre de 2008, < http://www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/17buffett.html >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «Investing in Equity Markets», transcripción de un seminario, Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia, 13 de marzo de 1985.
—, Carta a los socios, 29 de mayo de 1969.
—, Carta a los socios, 9 de octubre de 1967.
—, Carta al director, *Forbes* , 7 de octubre de 1996.
—, «An Owner's Manual», *Berkshire Hathaway* , enero de 1999, < http://www.berkshirehathaway.com/owners.html >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «The Superinvestors of Graham-and-Doddsville», transcripción de un discurso ofrecido en la Universidad de Columbia, 1984.
—, «What We Can Learn from Philip Fisher», *Forbes* , 19 de octubre de 1987.
—, «Walter Schloss e Irving Kahn. A Tribute to Benjamin Graham»,

Outstanding Investor Digest , 5 de mayo de 1995.

Buffett, Warren Jr. [pseud.], «Berkshire Hathaway Annual Meeting Report», *The Motley Fool* , 7 de mayo de 2007, < https://boards.fool.com/2007-berkshire-hathaway-annual-meeting-transcrip-25469398.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

Buhayar, Noah, «Berkshire Hathaway's Charlie Munger Shows a Golden Touch», *Business Week* , 25 de julio de 2013.

Bvalue, «Berkshire Meeting Notes», *The Motley Fool* , 28 de abril de 2001.

Carlson, Ben, «Buffett in the Down Years», *A Wealth of Common Sense* , 2014, < http://awealthofcommonsense.com/buffett-years >. [Consulta: 11/11/2021]

Calvey, Mark, «Friendly Investment Advice from Warren Buffett's Buddy», *San Francisco Business Journal,* 20 de octubre de 1996, < http://www.bizjournals.com/sanfrancisco/stories/1996/10/21/newscolumn6.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Carnegie, Dale, *Cómo ganar amigos e influir en las personas* , Edhasa, Barcelona, 2008.

Chien, Yi Li, «Chasing Returns Has a High Cost for Investors», *St. Louis Fed* , 14 de abril de 2014, < https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2014/april/chasing-returns-has-a-high-cost-for-investors >. [Consulta: 11/11/2021]

Cialdini, Robert, *Influence: The Psychology of Persuasion* , HarperCollins, Nueva York, 1998.

Claremon, Ben, «2009 Berkshire Hathaway Annual Meeting Notes», *The Inoculated Investor* , 5 de mayo de 2009, < http://inoculatedinvestor.blogspot.com/2009/05/2009-berkshire-hathway-annual-meeting.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «2010 Wesco Annual Meeting Notes», *Value Investing World,* 9 de mayo de 2010, < https://www.valueinvestingworld.com/2010/05/2010-wesco-annual-meeting-notes.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Berkshire Hathaway Annual Meeting Notes 2010: Thoughts From Warren Buffett & Charlie Munger», *Market Folly* , 5 de mayo de 2010, < http://www.marketfolly.com/2010/05/

berkshire-hathaway-annual-meeting-notes.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Comprehensive 2011 Berkshire Meeting Notes», *The Inoculated Investor* , 2 de mayo de 2011, < http://inoculatedinvestor.blogspot.com/2011/05/comprehensive-2011-berkshire-meeting.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Notes from the Final Conversation with Charlie Munger», *The Inoculated Investor* , 4 de julio de 2011, < http://inoculatedinvestor.blogspot.com/2011/07/notes-from-final-conversation-with.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Cliffe, Sarah. «The Uses (and Abuses) of Influence, *Harvard Business Review* , julio-agosto de 2013, < http://hbr.org/2013/07/the-uses-and-abuses-of-influence/ar/1 >. [Consulta: 11/11/2021]

Cramden, Ralph, «Wesco AGM», *The Motley Fool* , 6 de mayo de 2010, < http://boards.fool.com/wesco-agm-28494646.aspx?sort=postdate >. [Consulta: 11/11/2021]

Crippen, Alex, «Charlie Munger Blasts Bankers and High-Frequency Trading», *CNBC* video, 37:00, 3 de mayo de 2013, < http://www.cnbc.com/id/100707283 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «CNBC: Notes from 1998 Berkshire Meeting», Everything Warren Buffett, 2 de mayo de 2008, < http://everythingwarrenbuffett.blogspot.com/2008/05/cnbc-notes-from-1998-berkshire-meeting.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «CNBC Transcript: Warren Buffett, Charlie Munger and Bill Gates» *CNBC* , 5 de mayo de 2014, < http://www.cnbc.com/id/101642613 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Live Blog Archive: Warren Buffett News Conference», *CNBC,* 4 de mayo de 2008, < http://www.cnbc.com/id/24454708 >. [Consulta: 11/11/2021]

Cunningham, Lawrence A., *Los ensayos de Warren Buffett: lecciones para el mundo empresarial,* Barcelona, Valor Editions de España, 2015.

Daily Journal a Justin Dobbie, 18 de marzo de 2014, < http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/783412/000143774913003140/filename1.htm >.

[Consulta: 11/11/2021]

Dorsey, Pat. «Ideas That Will Make You Money», *Graham and Doddsville* , 2006. Disponible en: < http://www.grahamanddoddsville.net/wordpress/Files/Gurus/Charlie%20%20Munger/Ideas%20That%20%20Will%20%20Make%20%20You%20%20Money%20%20%20%20Morningstar%20%20%20-%20%205%E2%80%9317%E2%80%9306%20.pdf/ >. [Consulta: 11/11/2021]

Eisner, Michael y Aaron Cohen, *Working Together: Why Great Partnerships Succeed* , HarperCollins, Nueva York, 2010.

Ellis, Charles D. y James R. Verton, *Classics: An Investor 's Anthology* , Dow Jones-Irwin, Nueva York, 1989.

Fernandes, Daniel, John Lynch y Richard Netemeyer, «Financial Literacy, Financial Education and Downstream Financial Behaviors», *Management Science* , 6 de enero de 2014, < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2333898# >. [Consulta: 11/11/2021]

Finkelstein, Daniel, «Interview with Daniel Kahneman», *The Australian* , junio de 2012.

Fisher, Philip A., *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios: o los inversores conservadores duermen bien* , Deusto, Barcelona, 2018.

Franklin, Benjamin, *Poor Richards Almanack* , 1758.

—, *The Way to Wealth* , 1758.

Funk, Josh, «Buffett's #2 Man Helps From the Background», *ABC News,* 18 de mayo de 2008, < https://abcnews.go.com/Business/story?id=4881678&page=1 >. [Consulta: 11/11/2021]

Gawande, Atul, *El efecto Checklist: cómo una simple lista de comprobación elimina errores y salva vidas* , Antoni Bosch Editor, Barcelona, 2011.

Gdefelice, «WESCO Meeting Notes», *The Motley Fool* , 9 de mayo de 2002, < http://boards.fool.com/wesco-meeting-notes-17195126.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

Godwin, Richard, «The Thought Father: Nobel Prize-Winning

Psychologist Daniel Kahneman on Luck», *The Standard,* 18 de marzo de 2014, < http://www.standard.co.uk/lifestyle/london-life/the-thought-father-nobel-prizewinning-psychologist-daniel-kahneman-on-luck-9199162.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Gongol, Brian, «Notes from the 2012 Berkshire Hathaway Shareholder's Meeting», *Gongol.com,* 7 de mayo de 2012, < http://www.gongol.com/research/berkshire/2012 >. [Consulta: 11/11/2021]

Graham, Benjamin, *The Memoirs of the Dean of Wall Street* , McGraw-Hill, Nueva York, 1996.

Graham, Benjamin y Jason Zweig, *El inversor inteligente* , Deusto, Barcelona, 2007.

Graham, Benjamin, Davis Dodd, Sidney Cottle y Charles Tatham, *Biblioteca esencial Benjamin Graham* , Deusto, Barcelona, 2016.

Greenwald, Bruce C. N., Judd Kahn, Paul D. Sonkin y Michael van Biema, *Invertir en valor, de Graham a Buffett y más allá* , Valor Editions de España, Barcelona, 2017.

Grundfest, Joseph, «Interview with Charles Munger», *Truth in Accounting,* primavera 2017, < https://www.truthinaccounting.org/news/detail/interview-of-charles-munger-by-joseph-grundfest >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Interview with Charles Munger», *Stanford Lawyer* , 14 de mayo de 2009, < http://www.calculatedriskblog.com/2009/05/interview-with-charlie-munger.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Hagstrom, Robert G., *Investing: The Last Liberal Art.* , Cheshire, Reino Unido, Texere, 2000.

—, *Latticework: The News Investing* , Cheshire, Reino Unido, Texere, 2000.

—, *The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focused Investment Strategy,* Wiley, Nueva York, 1999.

—, *Warren Buffett* , Gestión 2000, Barcelona, 2012.

Henderson, Nicholas, «Wesco Annual Meeting–The Charlie Munger Show», *Gurufocus* , 15 de mayo de 2008, < http://www.gurufocus.com/news/27308/the-wesco-annual-meeting-

the-charlie-munger-show >. [Consulta: 11/11/2021]
Housel, Morgan, «I'm Just Now Realizing How Stupid We Are», *The Motley Fool* , 14 de junio de 2014, < http://www.fool.com/investing/general/2014/06/11/im-just-now-realizing-how-stupid-we-are.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]
Huey, John, «The World's Best Brand», *Fortune* , 31 de mayo de 1993, < https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1993/05/31/77919/index.html >. [Consulta: 11/11/2021]
The Investments Blog, «Final Wesco Meeting: A Morning with Charlie Munger», *The Investments Blog* , 4 de julio de 2011, < http://theinvestmentsblog.blogspot.com/2011/07/final-wesco-meeting-morning-with.html >. [Consulta: 11/11/2021]
Irwin, Neal, «After Buffett, Should Berkshire Hathaway Be Broken Up?», *The New York Times* , 5 de mayo de 2014, < http://www.nytimes.com/2014/05/06/upshot/should-berkshire-hathaway-be-broken-up.html >. [Consulta: 11/11/2021]
Jaffe, Chuck, «Commentary: Superior Beliefs Bring Inferior Results», *Marketwatch* , 18 de mayo de 2012, < http://www.marketwatch.com/story/how-investors-think-their-way-into-trouble-2012-05-18 >. [Consulta: 11/11/2021]
Kahn, Irving y Robert Milne, *Benjamin Graham: The Father of Financial Analysis* , Financial Analysts Research Foundation, Charlottesville, VA, 1977.
Kahneman, Daniel, «Don't Blink! The Hazards of Confidence», *The New York Times* , 19 de octubre de 2011.
—, *Pensar rápido, pensar despacio* , Debolsillo, Barcelona, 2013.
Kass, David, «Notes from 2012 Berkshire Hathaway Annual Meeting», *Warren Buffett Blog,* Escuela de Negocios Robert H. Smith, 4 de junio de 2012, < http://blog.umd.edu/davidkass/2012/06/04/notes-from-2012-berkshire-hathaway-annual-meeting/ >. [Consulta: 11/11/2021]
—, «Notes from 2013 Berkshire Hathaway Annual Meeting», *Warren Buffett Blog,* Escuela de Negocios Robert H. Smith, 31 de mayo de 2013, < http://blog.umd.edu/davidkass/2013/05/31/notes-from-2013-berkshire-hathaway-

annual-meeting/ >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Notes from Berkshire Hathaway Annual Meeting-April 30, 2011», *Warren Buffett Blog* , Escuela de Negocios Robert H. Smith, 26 de junio de 2011, < http://blog.umd.edu/davidkass/2011/06/26/berkshire-hathaway-annual-meeting-april-30-2011/ >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Warren Buffett's Meeting with University of Maryland MBA Students–November 15, 2013», *Warren Buffet Blog,* Escuela de Negocios Robert H. Smith, 8 de diciembre de 2013, < http://blog.umd.edu/davidkass/2013/12/08/warren-buffetts-meeting-with-university-of-maryland-mbams-students-november-15-2013/ >. [Consulta: 11/11/2021]

Kass, Peter, *The Book of Investing Wisdom: Classic Writings by Great Stock-Pickers and Legends of Wall Street* , Wiley, Nueva York, 1999.

Kaufman, Peter D., *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger* , Donning, Virginia Beach, VA, 2005.

Kelley, Margie, «In the Money», *Harvard Law Bulletin,* verano de 2001, < https://today.law.harvard.edu/feature/money/ >. [Consulta: 11/11/2021]

Keynes, John Maynard, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* , Fondo de Cultura Económica, México, 2018.

Klarman, Seth, *Margin of Safety* , Harper, Nueva York, 1991.

Korada, Srinivas, «Notes from WESCO's Annual Meeting», *Gurufocus,* 8 de mayo de 2009, < http://www.gurufocus.com/news/55358/notes-from-wescos-annual-meeting >. [Consulta: 11/11/2021]

Kronicle, Martin, «Think Twice Michael Mauboussin Interview», *Martinkronicle* , 2010, < https://martinkronicle.com/think-twice-michael-mauboussin-interview/ >. [Consulta: 11/11/2021]

Kupfer, Andrew, «Gates on Buffett», *Fortune* , 6 de febrero de 1996, < http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1996/02/05/207334/index.html >. [Consulta: 11/11/2021]

LaFon, Holly, «Buffett and Munger Annual Meeting 2013 Q&A»,

The Motley Fool , 8 de mayo de 2013, < http://www.marketfolly.com/2013/02/notes-from-charlie-mungers-daily.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Buffett and Munger Annual Meeting 2013 Q&A», *Gurufocus,* 8 de mayo de 2013, < http://www.gurufocus.com/news/218379/buffett-and-munger-annual-meeting-2013-qa-complete >. [Consulta: 11/11/2021]

Le, Dang, «Notes from 2008 Meeting with Warren Buffett», *Underground Value* , 23 de febrero de 2008, < https://undergroundvalue.blogspot.com/2008/02/notes-from-buffett-meeting-2152008_23.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Lefevre, Edwin, *Memorias de un operador de bolsa: la biografía novelada de Jesse Livermore, uno de los mayores especuladores de todos los tiempos,* Deusto, Barcelona, 2009.

Lenzer, Robert, «The Unadulterated Wit and Wisdom of Charlie Munger», *Forbes,* 12 de mayo de 2010, < http://www.forbes.com/2010/05/12/charlie-munger-warren-buffett-markets-streettalk-berkshire-hathaway.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Loomis, Carol, «Warren Buffett on the Stock Market», *Fortune* , 10 de diciembre de 2001, < http://www.tilsonfunds.com/BuffettStockMarket.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

Lovallo, Dan y Daniel Kahneman, «Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions», *Harvard Business Review* , julio de 2003, < https://hbr.org/2003/07/delusions-of-success-how-optimism-undermines-executives-decisions >. [Consulta: 11/11/2021]

Lowe, Janet, *Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street* , Penguin, Nueva York, 1994.

—, *Damn Right: Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire: Charlie Munger,* Wiley, Hoboken, Nueva Jersey, 2000.

—, *The Rediscovered Benjamin Graham* , Wiley, Hoboken, Nueva Jersey, 1999.

—, *Value Investing Made Easy* , McGraw-Hill, Nueva York, 1996.

—, *Warren Buffet Speaks: Wit and Wisdom from the World's Greatest*

Investor , Wiley, Hoboken, NJ, 2007.

Lowenstein, Roger, *Buffett: The Making of an American Capitalist* , Random House, Nueva York, 1997.

—, *When Genius Failed* , Random House, Nueva York, 2000.

Lu, Li, «My Teacher: Charlie Munger», *China Entrepreneur* , 21 de mayo de 2010.

Lynch, Peter, *Batiendo a Wall Street* , Deusto, Barcelona, 2017.

—, *Un paso por delante de Wall Street: cómo utilizar lo que ya sabes para ganar dinero en bolsa* , Deusto, Barcelona, 2015.

Mackay, Harvey, «The Oracle of Omaha Speaks», *Tulsa World* , 7 de julio de 2002.

Mackintosh, James, «FT Long Short», *Financial Times* , 14 de febrero de 2013, < https://www.ft.com/content/292eab28-76c5-11e2-8569-00144feabdc0 >. [Consulta: 11/11/2021]

Majmudar, Kaushal B, «Warren Buffett's Wisdom on Investing, on Markets, and on Life», *Gurufocus* , 21 de mayo de 2006, < http://www.gurufocus.com/news/1636/warren-buffetts-wisdom-on-investing-on-markets-and-on-life >. [Consulta: 11/11/2021]

Malkiel, Burton, *Un paseo aleatorio por Wall Street: la estrategia para invertir con éxito* , Alianza Editorial, Madrid, 2020.

Mandelbrot, Benoit, *Fractales y finanzas: una aproximación matemática a los mercados,* Tusquets Editores, Barcelona, 2006.

Maranjian, Selena, «Berkshire Hathaway Press Conference Notes», *The Motley Fool* , 7 de mayo de 2002, < http://boards.fool.com/berkshire-hathaway-press-conference-notes-17180279.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Berkshire Hathaway's Other Half», *The Motley Fool,* 9 de enero de 2001, < https://www.fool.com/specials/2001/01/09/berkshire-hathaways-other-hal-sp010109a.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Press Conference», *The Motley Fool* , 4 de mayo de 2000, < https://boards.fool.com/berkshire-hathaway-press-conference-notes-17180279.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

Marks, Howard. «Oaktree Capital Memo», Oaktree Capital

Management, 20 de junio de 2012.

—, «Oaktree Capital Memo», Oaktree Capital Management, 16 de julio de 2014.

—, *Lo más importante para invertir con sentido común,* Profit Editorial, Barcelona, 2013.

Mauboussin, Michael, «Are You an Expert?», *Trend Following,* 28 de octubre de 2005, < https://www.trendfollowing.com/whitepaper/are_you_an_expert.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Aver and Aversion», *Trend Following* , 6 de enero de 2006, < https://www.trendfollowing.com/whitepaper/Aver_and_Aversion.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «The Babe Ruth Effect», *The Consilient Observer* , 2002, < http://turtletrader.com/pdfs/babe-ruth.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Big Think Interview with Michael Mauboussin», 14 de mayo de 2010, < http://bigthink.com/videos/big-think-interview-with-michael-mauboussin >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Blaming the Rat», *Trend Following,* 2011, < https://www.trendfollowing.com/pdfs/BlamingtheRat.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Capital Ideas Revisited», *Turtle Trader,* 30 de marzo de 2005, < https://www.turtletrader.com/pdfs/CapitalIdeasRevisited03_30_05.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Embracing Complexity», *Harvard Business Review* , septiembre de 2011, < http://hbr.org/2011/09/embracing-complexity/ar/1 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Explaining the Wisdom of Crowds», *Trend Following* , 2007, < https://www.trendfollowing.com/2007/04/16/michael-mauboussin-the-wisdom-of-crowds/ >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Frontiers of Finance», *The Blog of Michael Covel* , 1997, < http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/cap.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Frontiers of Strategy», *The Blog of Michael Covel* , 1998, enlace no disponible: < http://www.capatcolumbia.com/Articles/FoStrategy/Fos1.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Get Real», *The Blog of Michael Covel* , 1999, < http://www.capatcolumbia.com/Articles/FoFinance/Fof10.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «An Interview with Behavioral Investing Expert Michael Mauboussin», Matt Koppenheffer, 1 de marzo de 2014, < https://www.fool.com/investing/general/2014/03/01/an-interview-with-behavioral-investing-expert-mich.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Interview with Michael Mauboussin.», Big Think, < http://bigthink.com/videos/big-think-interview-with-michael-mauboussin > (sin fecha concreta, pero «unos cuatro años antes» de 2015). [Consulta: 11/11/2021]

—, «Is Your Manager Skillful or Just Lucky?», *Wall Street Journal,* 2 de noviembre de 2012, < http://online.wsj.com/news/articles/SB10000872396390444734804578062890110146284 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Measuring the Moat: Assessing the Magnitude and Sustainability of Value Creation», *Credit Suisse* , 16 de diciembre de 2002, < http://www.safalniveshak.com/wp-content/uploads/2012/07/Measuring-The-Moat-CSFB.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Michael Mauboussin on the Santa Fe Institute and Complex Adaptive Systems», *Compounding My Interests Blog,* 7 de noviembre de 2013, < http://compoundingmyinterests.com/compounding-the-blog/2013/11/7/michael-mauboussin-on-the-santa-fe-institute-and-complex-ada.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Steve Forbes Interview: Michael Mauboussin, Professor and Investor», *Forbes* , 11 de julio de 2011, < http://www.forbes.com/sites/steveforbes/2011/07/11/steve-forbes-interview-michael-mauboussin-professor-and-investor/ >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Valuation», 2002, < http://www.capatcolumbia.com/Articles/Valuation%20-%20Mauboussin.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Mauboussin on the “Success Equation”», *Knowledge@ Wharton*

, 6 de marzo de 2013, < http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/michael-mauboussin-on-the-success-equation >. [Consulta: 11/11/2021]

—, *More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places* , Columbia University Press, Nueva York, 2006.

—, *La ecuación del éxito* , Empresa Activa, Madrid, 2013.

—, *Think Twice* , Harvard Business Press, Cambridge, Massachusetts, 2009.

—, «Untangling Skill and Luck», *Harvard Business Review* , 7 de febrero de 2011, < http://blogs.hbr.org/2011/02/untangling-skill-and-luck >. [Consulta: 11/11/2021]

Mauboussin, Michael y Paul Johnson, «Competitive Advantage Period "CAP": The Neglected Value Driver», 14 de enero de 1997, < http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/cap.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

Merced, Michael J., «Berkshire Hathaway's 2014 Shareholder Meeting», *The New York Times* , 3 de mayo de 2014, enlace no disponible: < https://dealbook.nytimes.com/2014/05/03/live-blog-berkshire-hathaways-2014-shareholder-meeting/ >. [Consulta: 11/11/2021]

Montgomery, Cynthia y Michael Porter, *Strategy: Seeking and Securing Competitive Advantage,* Harvard Business Press, Cambridge, Massachusetts, 1979.

Montier, James, *Darwin's Mind: The Evolutionary Foundations of Heuristics and Biases* , Social Science Research Network, Rochester, Nueva York, 2002.

—, «The Golden Rules of Investing», *GMO Letter* , diciembre de 2013.

—, «Only White Swans on the Way to Revulsion, *Q Finance* , noviembre de 2009, < https://www.scribd.com/document/132790093/White-Swans-Montier >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «The Seven Immutable Laws of Investing», *The Big Picture* , 2011, < http://www.ritholtz.com/blog/2011/03/the-seven-immutable-laws-of-investing/ >. [Consulta: 11/11/2021]

Munger, Charles. «Academic Economics: Strengths and Faults after Considering Interdisciplinary Needs», discurso, Universidad de California, Santa Bárbara, 3 de octubre de 2003, < http://csinvesting.org/wp-content/uploads/2014/05/Academic-Economics_MungerUCSBspeech1.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Charles Munger Resignation Letter from the U.S. League of Savings Institution», 30 de mayo de 1989, < http://boards.fool.com/charlie-munger-long-13640415.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Commencement Speech at Harvard School», discurso, Boston, Massachusetts, 13 de junio de 1986, < https://www.biznews.com/thought-leaders/1986/06/13/charlie-mungers-speech-to-the-harvard-school-june-1986 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Dubridge Lecture», discurso, Instituto Tecnológico de California (Caltech), marzo de 2008, < https://fs.blog/2015/10/charlie-munger-dubridge-lecture/ >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «How We Can Restore Market Confidence», *The Washington Post,* 11 de noviembre de 2009, < https://mungerisms.blogspot.com/2009/09/how-we-can-restore-confidence.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Investment Practices of Leading Charitable Foundations». Foundation Financial Officers Group», discursos, Santa Mónica, California, 14 de octubre de 1998, < http://jameslau88.com/charlie_munger_on_investment_practice_of_leading_charitable_foundations. >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «A Lesson on Elementary, Worldly Wisdom as It Relates to Investment Management & Business», discurso, Universidad de Southern California, Escuela de Negocios Marshall, 14 de abril de 1994, < https://fs.blog/great-talks/a-lesson-on-worldly-wisdom/ >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «A Lesson in Elementary, Worldly Wisdom, Revisited», discurso, Facultad de Derecho de Stanford, 19 de abril de 1996, < https://withinourcontrol.com/productivity/a-lesson-in-

elementary-worldly-wisdom-revisited/ >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Master's Class», *Philanthropy,* marzo/abril de 1999, < http://www.philanthropyroundtable.org/topic/excellence_in_philanthropy/masters_class >.

—, «Optimism Has No Place in Accounting», *The Washington Post,* 4 de abril de 2002.

—, «Outstanding Investor Digest», discurso, Facultad de Derecho de Stanford, Clase de William Lazier, 13 de marzo de 1998.

—, Discurso, Facultad Harvard Westlake, 19 de enero de 2010, < http://www.valueinvestingworld.com/2012/10/santangels-review-transcript-of-charlie.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Talk of Charles Munger to the Breakfast Meeting of the Philanthropy Roundtable», Washington D. C., 10 de noviembre de 2000, < http://mungerisms.blogspot.com/2009/09/philanthropy-round-table.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «The Great Financial Scandal of 2003», discurso, Wesco Financial Corporation 2001, Junta anual, 2001, < http://www.bluechipinvestorfund.com/munger.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Thought about Practical Thought», charla informal, 20 de julio de 1996, < http://www.scribd.com/doc/76174254/Munger-s-Analysis-to-Build-a-Trillion-Dollar-Business-From-Scratch >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Wantmore, Tweakmore, Totalscum, and the Tragedy of Boneheadia», *Slate,* 6 de julio de 2011, < http://www.slate.com/articles/business/moneybox/2011/07/wantmore_tweakmore_totalscum_and_the_tragedy_of_boneheadia.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Mungerian, «2006 Wesco Meeting Notes», *The Motley Fool* , 11 de mayo de 2006, < http://boards.fool.com/2006-wesco-meeting-notes-long-rough-24092970.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

Mungerisms, «Wesco 1999 Annual Meeting», *Blogspot* , 1999, < http://mungerisms.blogspot.com/2009/08/wesco-1999-annual-meeting.html >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Munger Speaks with Kiplinger's Steven Goldberg», *Blogspot* ,

2005, < http://mungerisms.blogspot.com/2009/09/munger-speaks-with-kiplingers-steven.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Neuroberk, «Westco Meeting», *The Motley Fool* , 7 de mayo de 2000, < http://boards.fool.com/here-are-neuroberks-notes-from-the-wesco-12529644.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

NPR Staff, «Taking a Closer Look at Milgram's Shocking Obedience Study», *NPR* , 28 de agosto de 2013, < http://www.npr.org/2013/08/28/209559002/taking-a-closer-look-at-milgrams-shocking-obedience-study >. [Consulta: 11/11/2021]

Pabrai, Mohnish, *El inversor Dhandho: el método basado en el valor de bajo riesgo y alta rentabilidad* , Deusto, Barcelona, 2019.

Paladinvest, «Wesco Meeting», *The Motley Fool* , 7 de mayo de 2000, < http://boards.fool.com/wesco-meeting-12529248.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

Parrish, Shane, «Michael Mauboussin Interview», *Farnam Street Blog,* 28 de agosto de 2013, < http://www.farnamstreetblog.com/2013/08/michael-mauboussin-interview-no-4 >. [Consulta: 11/11/2021]

Patterson, Scott, «Here's the Story on Berkshire's Munger», *The Wall Street Journal,* 1 de mayo de 2009, < http://online.wsj.com/news/articles/SB124113732066375503# >. [Consulta: 11/11/2021]

Pauls, Matt, «Notes from Berkshire Hathaway's Annual Meeting, 2009», *Gurufocus,* 6 de mayo de 2009, < http://www.gurufocus.com/news/54571/notes-from-berkshire-hathaways-annual-meeting-2009 >. [Consulta: 11/11/2021]

Pender, Kathleen, «Dueling Views of Reform», *SF Gate,* 22 de junio de 2004, < http://www.sfgate.com/business/networth/article/Dueling-views-of-reform-2747436.php >. [Consulta: 11/11/2021]

Porter, Michael, *Ventaja competitiva: creación y sostenibilidad de un rendimiento superior,* Ediciones Pirámide, Madrid, 2010.

—, «The Five Competitive Forces That Shape Strategy», *Harvard Business Review,* enero de 2008.

Rappaport, Alfred y Michael Mauboussin, *Expectations Investing, Reading Stock Prices for Better Returns* , Harvard Business School

Press, Cambridge, Massachusetts, 2001.

Raza, Sheeraz, «Berkshire Hathaway Annual Meeting 2012», *Scribd* , 5 de mayo de 2012, < https://www.coursehero.com/file/p5hmt99/Raza-Sheeraz-Berkshire-Hathaway-Annual-Meeting-2012-Scribd-May-5-2012/ >. [Consulta: 11/11/2021]

Report on Berkshire Hathaway Annual Meeting, *Outstanding Investor Digest* , 1997.

—, *Outstanding Investor Digest* , 31de diciembre de 2014.

Richards, Carl, «Indexing Is No Panacea for Investors», 17 de enero de 2014, < http://abnormalreturns.com/indexing-is-no-panacea-for-investor >. [Consulta: 11/11/2021]

Ritholtz, Barry, «The Average Investor Needs Some Help», *Bloomberg View* , 9 de abril de 2014, < https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2014-04-09/the-average-investor-needs-some-help-ritholtz-chart >. [Consulta: 11/11/2021]

Roughly Right, «2003 Wesco Annual Meeting Notes», *The Motley Fool* , 8 de mayo de 2003, < http://boards.fool.com/2003-wesco-annual-meeting-notes-19016644.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Berkshire Meeting Notes», *The Motley Fool* , 4 de mayo de 2002, < http://boards.fool.com/2003-wesco-annual-meeting-notes-19016644.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

Samarrai, Farris, «Doing Something Is Better Than Doing Nothing for Most People, Study Shows», *UVA Today* , 3 de julio de 2014, < https://news.virginia.edu/content/doing-something-better-doing-nothing-most-people-study-shows >. [Consul-ta: 11/11/2021]

Sather, Dave, «Berkshire Hathaway Annual Meeting Recap Part II», *Sather Financial* , 31 de mayo de 2008, enlace no disponible: < https://www.scribd.com/document/91953490/Berkshire-Hathaway-Annual-Meeting-2008 >. [Consulta: 11/11/2021]

Savitz, Eric, «The Wit and Wisdom of Charlie Munger», *Tech Trader Daily* , *Barron 's,* 26 de junio de 2006.

Schrage, Michael, «Daniel Kahneman: The Thought Leader Interview», *Strategy + Business* , invierno de 2003, enlace no

disponible: < http://www.strategy-business.com/article/03409 >. [Consulta: 11/11/2021]

Schroeder, Alice, *La bola de nieve: Warren Buffett y el negocio de la vida* , Valor Editions de España, Barcelona, 2008.

Sellers, Patricia, «Warren Buffett and Charlie Munger's Best Advice», *Fortune,* 31 de octubre de 2013, < https://fortune.com/2013/10/31/warren-buffett-and-charlie-mungers-best-advice/ >. [Consulta: 11/11/2021]

Serwer, Andy, «Buffett's Alter Ego», *Fortune,* 2 de mayo de 2006, < http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2006/05/29/8378052/index.html >. [Consulta: 11/11/2021]

Simon, Herbert, «How Managers Express Their Creativity», *The McKinsey Quarterly* , otoño de 1986.

Simpleinvestor, «Free Investment Seminar», *The Motley Fool* , 25 de mayo de 1999, < http://boards.fool.com/Message.asp?mid=10893331 >. [Consulta: 11/11/2021]

Smith, Adam, *Supermoney* , Random House, Nueva York, 1972.

Soros, George, *La alquimia de las finanzas* , Valor Editions de España, Barcelona, 2019.

Sullivan, Tim, «Embracing Complexity», entrevista con Michael J. Mauboussin, *Harvard Business Review,* septiembre de 2011, < http://hbr.org/2011/09/embracing-complexity/ar/1 >. [Consulta: 11/11/2021]

Taleb, Nassim, *Antifrágil: las cosas que se benefician del desorden* , Booket, Barcelona, 2016.

—, *El cisne negro: el impacto de lo altamente improbable* , Booket, Barcelona, 2012.

—, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Change in the Markets and in Life* , Texere, Cheshire, Reino Unido, 2001.

—, *How to Prevent Other Financial Crises* . Social Science Research Network, Rochester, NY, 2012, < https://www.jstor.org/stable/27000875 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «The Skin in the Game Heuristic for Protection against Tail Events», *Nassim Taleb Website* , 2013, < http://datascienceassn.org/sites/default/files/The%20Skin%20In

%20The%20Game%20Heuristic%20for%20Protection %20Against%20Tail%20Events.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

Teabone, «Wesco Meeting Notes», *The Motley Fool* , 5 de mayo de 2005, < http://boards.fool.com/wesco-meeting-notes-22447816.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

Templeton, Lauren, y Scott Phillips, *Investing the Templeton Way* , Nueva York, McGraw Hill, 2008.

Tetlock, Philip, *El juicio político de los expertos* , Capitán Swing, Madrid, 2016.

Thaler, Richard, «What Scientific Idea Is Ready for Retirement?», *Edge* , 2014, < http://www.edge.org/response-detail/25293 >. [Consulta: 11/11/2021]

Tilson, Whitney, «2006 Wesco Annual Meeting Notes», *Whitney Tilson ’s Value Investing Website,* 11 de mayo de 2006, < http://www.tilsonfunds.com/wscmtg06notes.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «The Best of Charlie Munger», 15 de mayo de 2002, < https://valueplays.net/wp-content/uploads/The-Best-of-Charlie-Munger-1994-2011.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Buffett’s Wit and Wisdom», *The Motley Fool,* 3 de mayo de 2004, < https://www.fool.com/investing/general/2004/05/03/buffetts-wit-and-wisdom.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Charlie Munger Holds Court», *Tilson Funds,* 8 de mayo de 2001, < https://www.tilsonfunds.com/motley_berkshire_wscmtg01notes.php >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Charlie Munger in Rare Form», *The Motley Fool,* 7 de mayo de 2004, < https://www.fool.com/investing/general/2004/05/07/charlie-munger-in-rare-form.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Charlie Munger Speaks: Notes from the Wesco Annual Meeting», *The Motley Fool* , 15 de mayo de 2000, < https://boards.fool.com/wesco-meeting-12529248.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Charlie Munger’s Worldly Wisdom», *The Motley Fool,* 5 de

mayo de 2003, < http://www.fool.com/news/2003/05/09/charlie-mungers-worldly-wisdom.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Highlights from Berkshire's Meeting», *The Motley Fool* , 8 de mayo de 2002, < https://boards.fool.com/wesco-meeting-notes-17195126.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Munger Goes Mental», *The Motley Fool,* 4 de junio de 2004, < http://www.fool.com/investing/general/2004/06/04/munger-goes-mental.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Notes from the 2001 Wesco Annual Meeting», *Whitney Tilson 's Value Investing Website,* 28 de abril de 2001, < http://www.tilsonfunds.com/motley_berkshire_wscmtg01notes.php >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Notes from the 2003 Berkshire Hathaway Annual Meeting», *Whitney Tilson 's Value Investing Website,* 3 de mayo de 2003, < http://www.tilsonfunds.com/motley_berkshire_brkmtg03notes.php >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Notes from the 2005 Berkshire Hathaway Annual Meeting», *Whitney Tilson 's Value Investing Website,* 30 de abril de 2005, < http://www.tilsonfunds.com/brkmtg05notes.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Notes from the 2003 Wesco Annual Meeting» *Whitney Tilson 's Value Investing Website,* 7 de mayo de 2003, < http://www.tilsonfunds.com/motley_berkshire_wscmtg01notes.php >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Notes from the 2005 Wesco Annual Meeting», *Whitney Tilson 's Value Investing Website,* 4 de mayo de 2005, < www.tilsonfunds.com/wscmtg05notes.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «Notes from the Berkshire Hathaway Annual Meeting», *The Motley Fool,* 1 de mayo de 2000.

Train, John, *The Midas Touch* , Harper & Row, Nueva York, 1987.

—, *Grandes maestros de la inversión* , Deusto, Barcelona, 2019.

Twain, Mark, «Letter to Mrs. Foote», 2 de diciembre de 1887.

Warren, Gregory. «Berkshire Hathaway Retains Strong Competitive

Advantage», *Morningstar* , 30 de abril de 2014, < http://www.morningstar.co.uk/uk/news/124079/berkshire-hathaway-retains-strong-competitive-advantage.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

«WESCO Annual Meeting May 2009», en «The Best of Charlie Munger: 1994–2011. A Collection of Speeches, Essays, and Wesco Annual Meeting Notes» (manuscrito inédito, 2012), comp. Bledsoe, Yanan Ma, < http://www.valueplays.net/wp-content/uploads/The-Best-of-Charlie-Munger-1994-2011.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

Whitman, Martin J., *Value Investing: A Balanced Approach* , Nueva York, Wiley, 2000.

Williams, John Burr, *The Theory of Investment Value* , Fraser Publishing, Flint Hill, Virginia, 1997.

Zeckhauser, Richard, «Investing in the Unknown and Unknowable», Social Science Research Network, Rochester, Nueva York, 2006, < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2205821 >. [Consulta: 11/11/2021]

Zweig, Jason, *Benjamin Graham: Building a Profession Classic Writings of the Father of Security Analysis* . McGraw-Hill, Nueva York, 2010.

—, «A Fireside Chat with Charlie Munger», *The Wall Street Journal* , 12 de septiembre de 2014, < http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/09/12/a-fireside-chat-with-charlie-munger >. [Con-sulta: 11/11/2021]

—, «More Stocks May Not Make a Portfolio Safer», *The Wall Street Journal* , 26 de noviembre de 2009, < http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748704533904574548003614347452 >. [Consulta: 11/11/2021]

—, «The Intelligent Investor: Saving Investors from Themselves», *The Wall Street Journal* , 28 de junio de 2013, < http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/06/28/the-intelligent-investor-saving-investors-from-themselves >. [Consulta: 11/11/2021]

—, *El pequeño libro para salvaguardar tu dinero: cómo superar los mercados letales, los artistas del fraude y a tus propios instintos.*

Deusto, Barcelona, 2019.
—, «The Oracle Speaks», *Fortune,* 2 de mayo de 2005, < http://money.cnn.com/2005/05/01/news/fortune500/buffett_talks/index.html >. [Consulta: 11/11/2021]
—, *Your Money and Your Brain: How the New Science of Neuroeconomics Can Help Make You Rich* . Simon and Schuster, Nueva York, 2008.

Notas

1 . Warren Buffet, citado por Michael Eisner, *Working Together: Why Great Partnerships Succeed* , Harper Collins, Nueva York, 2010.

2 . Warren Buffet, citado por Harvey Mackay, «The Oracle of Omaha Speaks», *Tulsa World* , 2002.

3 . Alice Schroeder, *The Snowball: Warren Buffet and the Business of Life* , Random House, Nueva York, 2008. Versión castellana de Manuel Cebedo Gimeno, *La bola de nieve* , Valor Editions, Barcelona, 2018.

1 . Peter Bevelin, *Seeking Wisdom* , PCA Publications, California, 2007.

2 . Janet Lowe*, Damn Right* , Wiley, Nueva Jersey, 2000.

3 . Buffett, Warren, Walter Schloss e Irving Kahn. «A Tribute to Benjamin Graham», *Outstanding Investor Digest* , 1995.

4 . Seth Klarman, *Margin of Safety* , Harper Collins, Nueva York, 1991.

5 . Seth Klarman, carta al inversor, 2013.

6 . John Bogle, «The Arithmetic of “All-In Investment Expenses”. CFA Perspectives», *Financial Accountants Journal* , 2014. Disponible en: < https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2469/faj.v70.n1.1 >. [Consulta: 11/11/2021]

7 . Boodell, Peter, «Wesco 2008 Annual Meeting Notes», 2009. Disponible en: < http://mungerisms.blogspot.com/2009/08/2008-annual-meeting-notes.html >. [Consulta: 11/11/2021]

8 . Seth Klarman, *Margin of Safety* , Harper Collins, Nueva York, 1991.

9 . Warren Buffett, carta de 1993 a los accionistas de Berkshire, 1994.

10 . Bruce Greenwald, *Forbes* , 2010.

[1] . Benjamin Graham, Jason Sweig, *Intelligent Investor* , 2005. Versión castellana de Idoia Bengoechea, *El inversor inteligente* , Deusto, Barcelona, 2007.

2 . Benjamin Graham, *Security Analysis* , McGraw-Hill, New York, 1934. Versión castellana, *Security Analysis* , Deusto, Barcelona, 2016.

3 . Benjamin Graham, Jason Sweig, *Intelligent Investor* , 2005. Versión castellana de Idoia Bengoechea, *El inversor inteligente* , Deusto, Barcelona, 2007.

4 . Seth Klarman, *Margin of Safety* , Harper Collins, Nueva York, 1991.

5 . John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* , Prometheus, Nueva York, 1997. Versión castellana de Juan Carlos Moreno-Brid y Rafael Márquez Arias, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* , Fondo de Cultura Económica de España, Madrid, 2018.

6 . Warren Buffet, *Brevelin* , 2010.

7 . Gabelli, «Value Investing», 1999. Enlace no disponible: < http://www.gabelli.com/news/articles/reg-selby_123099.html >. [Consulta: 11/11/2021]

8 . Benjamin Graham, Jason Sweig, *Intelligent Investor* , 2005. Versión castellana de Idoia Bengoechea, *El inversor inteligente* , Deusto, Barcelona, 2007.

9 . Ibídem.

10 . Warren Buffett, *The Superinvestors of Graham and Doddsville* , Columbia Business School Magazin, New York 1984.

11 . Benjamin Graham, *Forbes* , 1932.

12 . Howard Marks, «The Memo with Howard Marks», 2012. Disponible en: < https://www.oaktreecapital.com/insights/videos/the-memo-with-howard-marks >. [Consulta: 11/11/2021]

13 . Benjamin Graham, *Security Analysis* , McGraw-Hill, New York, 1934. Versión castellana, *Security Analysis* , Deusto, Barcelona, 2016.

14 . Warren Buffett, «Buy American», 2008. Disponible en: < https://www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/17buffett.html >. [Consulta: 11/11/2021]

15 . Warren Buffett, «Warren Buffet On The Stock Market», *Fortune* , 2001. Disponible en: < https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/2001/12/10/314691/index.htm >. [Consulta: 11/11/2021]

1 . Robert Hagstrom, *Latticework* , Texere, Knutsford, 2000.

2 . Philip Tetlock, «Why Foxes Are Better Forecasters Than Hedgehogs», The Long Now Foundation, 2007. Disponible en: < https://longnow.org/ >. [Consulta: 11/11/2021]

3 . Bill Gates, *Poor Charlie’s Almanack* , Walsworth Publishing Company, Missouri, 2005.

4 . Warren Buffett, *Forbes* , 1996.

5 . Farris Samarrai, «Doing Something Is Better Than Doing Nothing», University of Virginia, 2014. Disponible en: < https://news.virginia.edu/content/doing-something-better-doing-nothing-most-people-study-shows >. [Consulta: 11/11/2021]

6 . Michael Eisner, *Working Together: Why Great Partnerships Succeed,* Harper Collins, Nueva York, 2010.

7 . Warren Buffet, carta de 2007 a los accionistas de Berkshire, 2008.

8 . Whitney Tilson, «Notes from Berkshire Shareholders Meeting», Value Investing Website, 2005. Disponible en: < https://www.tilsonfunds.com/brkmtg06notes.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

1 . Richard Zeckhauser, «Invest in Unkown», 2006. Disponible en: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2205821 >. [Consulta: 11/11/2021]

2 . Daniel Kahneman, *Thinking Fast and Slow* , Penguin Books, London, 2011. Versión castellana de Joaquín Chamorro Mielke, *Pensar rápido, pensar despacio* , Debate, Barcelona, 2013.

3 . Betterment, «Why a Value Investor Is Better Off in a Portfolio», Entrevista a Bruce Greenwald, 2013. Enlace no disponible < https://www.betterment.com/blog/2013/12/04/why-a-value-investor-is-better-off-in-aportfolio >. [Consulta: 11/11/2021]

4 . Peter D. Kaufman, *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger* , Donning, Virginia, 2005.

5 . Martin Kronicle, «Think Twice Michael Mauboussin Interview», Martinkronicle, 2010. Disponible en: < https://martinkronicle.com/think-twice-michael-mauboussin-interview/ >. [Consulta: 11/11/2021]

6 . Nassim Taleb, *Antifrigile: Things that Gain from Disorder* , Random House, Nueva York, 2012. Versión castellana de Genís Sánchez Barberán, *Antifrágil: Las cosas que se benefician del desorden* , Paidós, Barcelona, 2016.

7 . Mark Twain, Carta, 1887.

8 . Robert Cialdini, citado por Sarah Cliff, «The Uses (And Abuses) of Influence», *Harvard Business Review* , 2013. Disponible en: < http://hbr.org/2013/07/the-uses-and-abuses-of-influence/ar/1 >. [Consulta: 11/11/2021]

9 . Daniel Kahneman, citado por Michael Schrage, «Daniel Kahneman: The Thought Leader Interview», *Strategy + Business* , 2003. Disponible en: < https://www.strategy-business.com/article/03409 >. [Consulta: 11/11/2021]

10 . Daniel Kahneman por Richard Godwin, «The Thought Father: Nobel Prize-Winning Psychologist Daniel Kahneman on Luck», *The Standard* , 2014. Disponible en: < https://www.standard.co.uk/lifestyle/london-life/the-thought-father-nobel-prizewinning-psychologist-daniel-kahneman-on-luck-9199162.html >. [Consulta: 11/11/2021]

11 . Daniel Kahneman, «Thinking, Fast and Slow», *The New York Times* , 2011.

12 . Dan Lovallo y Daniel Kahneman, «Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions», *Harvard Business Review* , 2003. Disponible en: < https://hbr.org/2003/07/delusions-of-success-how-optimism-undermines-executives-decisions >. [Consulta: 11/11/2021]

13 . Chuck Jaffe, «Don’t Be a Stupid Investor», *Marketwatch* , 2012. Disponible en: < https://www.marketwatch.com/story/dont-be-a-stupid-investor-2012-12-13 >. [Consulta: 11/11/2021]

14 . Daniel Kahneman, «No Fooling Nobel-Winning Economist Daniel Kahneman», *The Australian* , 2012. Disponible en: < https://www.theaustralian.com.au/news/world/kahneman/newsstory/59dbe7ff0016611be2f323c1006ae6be >. [Consulta: 11/11/2021]

15 . Robert Cialdini, *Influence: The Psychology of Persuasion* , Harper Business, Nueva York, 1998.

16 . Robert Cialdini, *op. cit.*

17 . Tim Sullivan, «Embracing Complexity», *Harvard Business Review* , 2011. Disponible en: < https://hbr.org/2011/09/embracing-complexity >. [Consulta: 11/11/2021]

18 . NPR Staff, «Taking a Closer Look at Milgram's Shocking Obedience Study», NPR, 2013. Disponible en: < https://www.npr.org/2013/08/28/209559002/taking-a-closer-look-at-milgrams-shocking-obedience-study >. [Consulta: 11/11/2021]

19 . Yanan Ma Bledsoe, «WESCO Annual Meeting May 2009» en «The Best of Charlie Munger: 1994–2011», manuscrito no publicado. Disponible en: < https://www.valueplays.net/wp-content/uploads/The-Best-of-Charlie-Munger-1994-2011.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

1 . Warren Buffett, carta de 1991 a los accionistas de Berkshire, 1992.

2 . Robert Hagstrom, *The Warren Buffet Way* , John Wiley & Sons Inc., 1997. Versión castellana, *Warren Buffet* , Gestión 2000, Madrid, 2012.

3 . John Templeton, *Templeton* , 2008.

4 . «Berkshire Hathaway Annual Meeting Recap Part II» , Sather Financial, 2008. Enlace no disponible: < http://www.satherfinancial.com/index.php/commentaries/8/17-may2008-commentary-2 >. [Consulta: 11/11/2021]

5 . Janet Lowe, *Damn Right* , Wiley, Nueva York, 2000.

6 . Warren Buffett, carta de 2006 a los accionistas de Berkshire, 2007.

7 . Seth Klarman, *Margin of Safety* , Harper Business, Nueva York, 1991.

8 . Benjamin Franklin, *Poor Richard’s Almanack* , 1732.

9 . Benjamin Franklin, *The Way to Wealth* , 1732.

1 . Warren Buffett, carta de 1994 a los accionistas de Berkshire, 1995.

2 . Pat Dorsey, «Ideas That Will Make You Money», Graham and Doddsville, 2006. Disponible en: < http://www.grahamanddoddsville.net/wordpress/Files/Gurus/Charlie%20Munger/Ideas%20That%20Will%20Make%20You%20Money%20%20Morningstar%20-%205–17–06.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

3 . Fred Wilson, Conferencia Le Web, 2014.

4 . Alice Schroeder, *op. cit* .

5 . Warren Buffett, carta de 1999 a los accionistas de Berkshire, 2000.

6 . Jason Zweig, «More Stocks May Not Make a Portfolio Safer», *The Wall Street Journal* , 2009. Disponible en: < https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704533904574548003614347452 >. [Consulta: 11/11/2021]

7 . Nassim Taleb, *Antifrigile* , Random House, Nueva York, 2012. Versión castellana de Genís Sánchez Barberán, *Antifrágil: Las cosas que se benefician del desorden* , Paidós, Barcelona, 2016.

8 . Warren Buffett, carta de 2012 a los accionistas de Berkshire, 2013.

1 . Warren Buffett, carta de 1995 a los accionistas de Berkshire, 1996.

2 . Alice Schroeder, *op. cit* .

3 . Nassim Taleb, «The Skin in the Game Heuristic for Protection against Tail Events», Nassim Taleb Website, 2013. Disponible en: < http://datascienceassn.org/sites/default/files/The%20Skin%20In%20The%20Game%20Heuristic%20for%20Protection%20Against%20Tail%20Events.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

4 . Warren Buffett, «*A Owner’s Manual*» , Berkshire Hathaway Inc, 1999. Disponible en: < https://www.berkshirehathaway.com/owners.html >. [Consulta: 11/11/2021]

5 . Michael Porter, *Competitive Strategy* , MCB University Press Ltd, Reino Unido, 1998. Versión castellana, *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de las empresas y sus competidores* , Pirámide, 2009.



1 . Warren Buffett, citado en Tilson, notas de la Junta anual de Berkshire, 2003.

1 . Carol Loomis, «Warren Buffet On The Stock Market», *Fortune* , 2001. Disponible en: <https://www. tilsonfunds.com/BuffettStockMarket.pdf >.

2 . Michael Mauboussin, «*Measuring the Moat* », Credit Suisse, 2013. Disponible en: < http://www.safalniveshak.com/wp-content/uploads/2012/07/Measuring-The-Moat-CSFB.pdf >. [Consulta: 11/11/2021]

3 . Gregory Warren, «Berkshire Hathaway Retains Strong Competitive Advantage», Morningstar, 2014. Disponible en: < http://www.morningstar.co.uk/uk/news/124079/berkshire-hathaway-retains-strong-competitiveadvantage.aspx >. [Consulta: 11/11/2021]

4 . Janet Lowe, *Damn Right* , Wiley, Nueva Jersey, 2002.

5 . Warren Buffett, citado por Merced, junta de accionistas de Berkshire, 2014.

6 . Warren Buffett, citado por Bossert, Junta anual de Berkshire, 2014.

7 . Ben Carlson, *A Wealth of Common Sense* , Bloomberg Press, 2014.

8 . Howard Marks, *Lo más importante para invertir con sentido común* , Profit Editorial, Barcelona, 2013.

9 . Warren Buffett, citado por Janet Lowe, *Warren Buffett Speaks* , Wiley, Nueva York, 2007.

10 . Joseph Schumpeter, *Capitalism, Socialism And Democracy* , Harper and Brothers, Nueva York, 1942. Versión castellana de José Díaz García y Alejandro Limeres, *Capitalismo, socialismo y democracia* , Página Indómita, Barcelona, 2015.

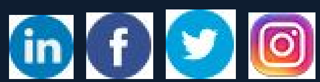
11 . Michael Mauboussing, «Frontiers of Finance», *The Blog of Michael Covel* , 1997. Disponible en: < http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/cap.pdf > . [Consulta: 11/11/2021]

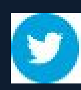
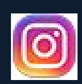
Charlie Munger: El inversor completo
Tren Griffin
No se permite la reproducción total o parcial de este libro,
ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión
en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico,
mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos,
sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción
de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito
contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes
del Código Penal)
Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos)
si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.
Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com
o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47
© del diseño de la portada: Sylvia Sans Bassat
© Columbia University Press All rights reserved, 2015
© de la traducción: Alexandre Casanovas, 2022
© Centro de Libros PAPF, SLU., 2022
Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.
Av. Diagonal, 662-664
08034 Barcelona
www.planetadelibros.com
Primera edición en libro electrónico (epub): enero de 2022
ISBN: 978-84-234-3335-3 (epub)
Conversión a libro electrónico: Realización Planeta

¡Encuentra aquí tu próxima lectura!



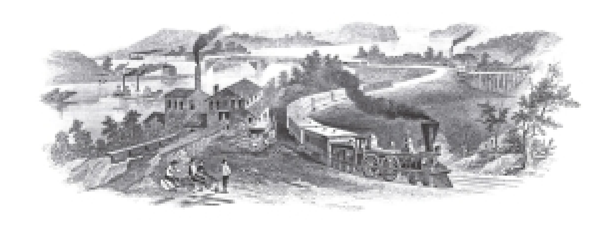
¡Síguenos en redes sociales!



ALFONSO DURÁN-PICH

EL CAPITALISMO
Y SU SÉPTIMO
DE CABALLERÍA



UN RECORRIDO HISTÓRICO
POR EL COMPLEJO AJUSTE
ENTRE CAPITALISMO
Y DEMOCRACIA

DEUSTO

El Capitalismo y su Séptimo de Caballería

Durán-Pich, Alfonso

9788423433384

320 Páginas

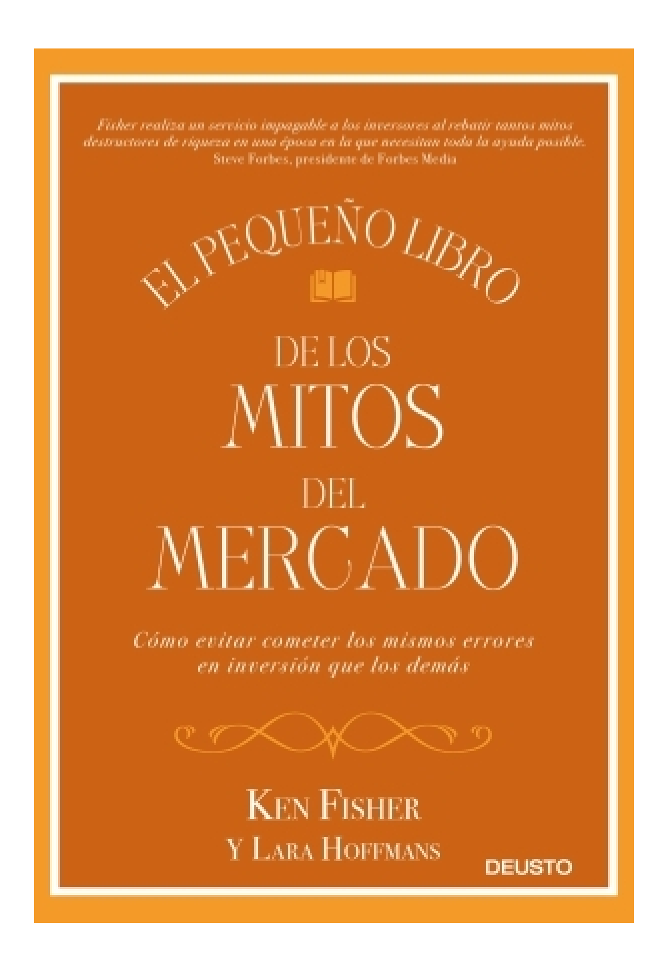
Cómpralo y empieza a leer

No es fácil describir el capitalismo. Podría decirse, simplemente, que es un sistema en el cual se invierte dinero para conseguir un beneficio. Pero quienes han intentado definirlo —de Karl Marx a Adam Smith, de los Ilustrados a los líderes de los grandes fondos de inversión — se han topado con su carácter escurridizo. Ahora bien, ¿y si a lo que se parece el capitalismo es al general Custer y la lucha del Gobierno estadounidense contra los indios americanos?

En este libro original y contraituitivo, que es al mismo tiempo una historia del capitalismo y un análisis de su futuro , Alfonso Durán-Pich desgrana cómo nuestro sistema económico ha demostrado su capacidad de supervivencia frente a todos sus enemigos. Para ello, se ha valido de multitud de recursos que le han permitido ajustarse a los cambios que se producían en el entorno. Pero, como el Séptimo de Caballería, ha dejado muchos cadáveres por el camino. Y esto se acaba pagando. ¿Es posible que el capitalismo haya ganado mil batallas hasta hoy, pero pueda perder la última y más importante?

Para impedir que la peculiar versión del capitalismo chino someta a l capitalismo liberal, este debe hacer autocrítica y poner freno a la hidra financiera y la desmedida ambición de las grandes empresas tecnológicas. Solo así, dice Durán-Pich, evitaremos acabar como Custer.

Cómpralo y empieza a leer



El pequeño libro de los mitos del mercado

Fisher, Ken

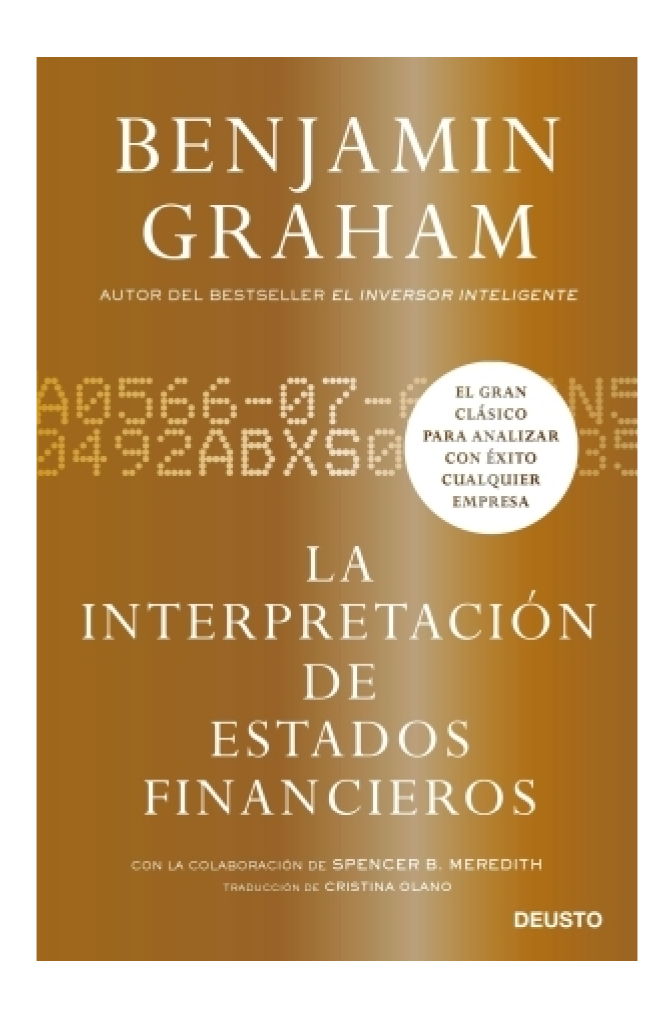
9788423429592

232 Páginas

Cómpralo y empieza a leer

Todo el mundo sabe que una moneda fuerte equivale a una economía sólida, que los bonos son más seguros que las acciones, que las acciones son cada vez más volátiles y que las órdenes de stop loss son una táctica inteligente para ahorrar dinero. ¿O no?
Estos son sólo algunos de los mitos del mercado que mucha gente cree a pies juntillas, aunque no sean necesariamente ciertos, y que Ken Fisher y Lara Hoffmans desmontan en este inteligente e ilustrativo libro, en el que analizan algunas de las creencias más comunes —y letales— por las que apuestan los inversores. Y demuestra por qué, a la hora de invertir, sumarse a la estrategia general puede impedir que alcances tus objetivos a largo plazo.
Los autores revisan una tras otra todas las creencias comúnmente aceptadas y las estrategias «de éxito asegurado», y explican los motivos de su persistencia, por qué no funcionan y lo perjudiciales que pueden llegar a ser para tu solidez financiera. Pero el libro es mucho más que un simple listado de mitos y cada capítulo constituye también un manual para que tú mismo apliques estrategias «desmitificadoras».
Tanto si eres un inversor veterano como uno inexperto, este libro te aporta valiosas ideas que te ayudarán a identificar algunos errores importantes que quizá estés cometiendo, a ver el mundo de la inversión con mayor claridad y a mejorar así los resultados de tu inversión.
Divertido, perspicaz, a veces irreverente, El pequeño libro de los mitos del mercado es una prueba fehaciente de que, como afirma el antiguo dicho, «la verdad os hará libres» a la hora de hacer posibles tus objetivos de inversión a largo plazo.

Cómpralo y empieza a leer



La interpretación de estados financieros

Graham, Benjamin

9788423433476

176 Páginas

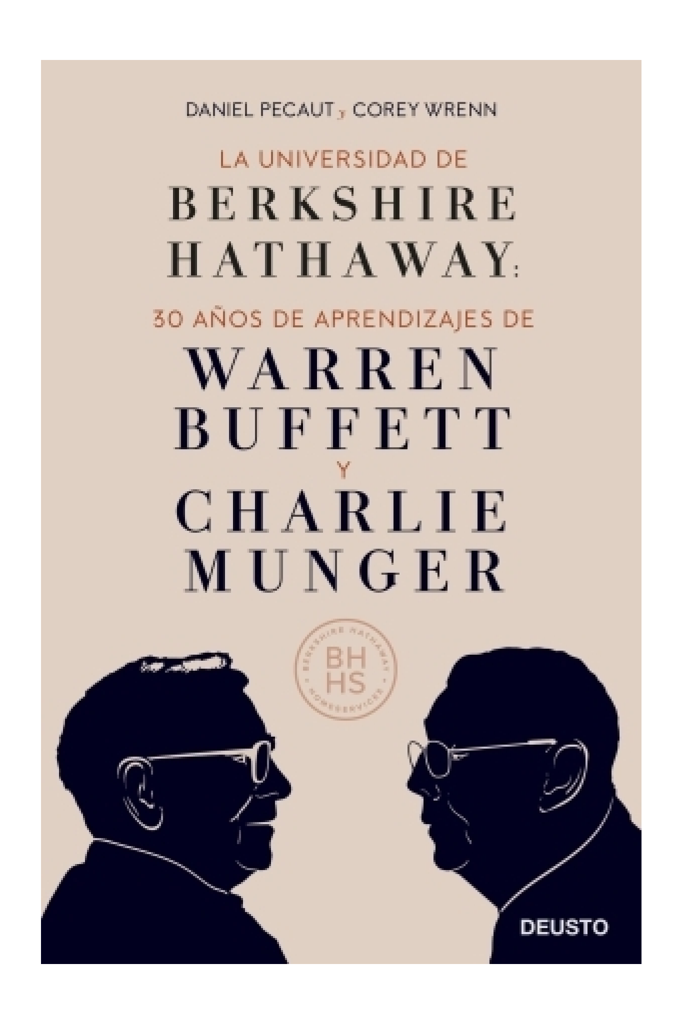
Cómpralo y empieza a leer

Benjamin Graham es uno de los autores sobre inversión y finanzas más importantes del siglo xx. Fue una figura inigualable como maestro de finanzas, analista bursátil pionero y mentor de estrellas de la inversión. Sus consejos en *La interpretación de estados financieros* son tan útiles y clarividentes hoy como cuando el libro se publicó en 1937.

Como dice el propio Graham en su prefacio: «El éxito de una inversión depende, en último término, de los acontecimientos futuros… Pero si contamos con datos precisos sobre la situación financiera actual de una empresa y su historial de resultados, estaremos en mejores condiciones para valorar su potencial futuro. Y esta es la función principal y la utilidad del análisis de valores».

Este libro sintetiza sus ideas fundamentales sobre la inversión en valor. Sus lectores aprenderán en pocas páginas a analizar balances y cuentas de resultados. También a comprender la situación financiera real y el historial de beneficios de una empresa con sencillos ejercicios.

Cómpralo y empieza a leer



La Universidad de Berkshire Hathaway

Pecaut y Corey Wrenn, Daniel
9788423433445
520 Páginas

Cómpralo y empieza a leer

La Universidad de Berkshire Hathaway es un excepcional compendio

de las lecciones, la sabiduría y las estrategias de inversión que, a lo largo de más de treinta años, Warren Buffett y Charlie Munger transmitieron a los accionistas durante sus reuniones anuales a puerta cerrada.

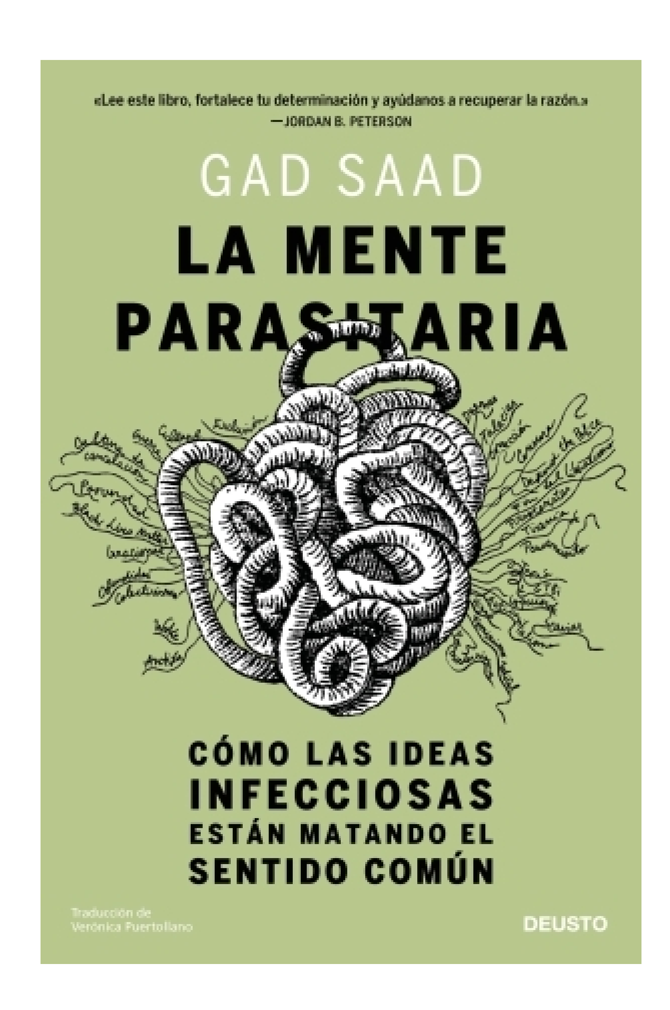
Gracias a él, serás testigo, desde un asiento de primera fila, de cómo se desarrolló, año a año, uno de los mejores historiales de creación de riqueza de la historia.

A diferencia de otras obras sobre teoría de la inversión, aburridas y trasnochadas, este es un libro de inversión tan personal como revelador, que destila la sabiduría atemporal, generosa y muchas veces hilarante de Buffett y Munger.

Te permitirá comprender el razonamiento crítico que llevaba a Buffett y Munger a comprar una determinada empresa, conocer sus métodos para asignar valor, descubrir los principios de la filosofía de inversión en valor de Buffett o su aversión por las «estrategias comúnmente aceptadas».

Asimismo, en sus páginas encontrarás también el ingenio mordaz de Munger cuando persigue un tema que le ofende, y entenderás por qué a estas reuniones anuales las llamaban «un MBA de un fin de semana».

Cómpralo y empieza a leer



La mente parasitaria

Saad, Gad

9788423433452

272 Páginas

Cómpralo y empieza a leer

El compromiso de Occidente con la libertad, la razón y el

liberalismo nunca ha estado tan amenazado como ahora. El peligro procede de las opresivas fuerzas de la corrección política.

Gad Saad, científico del comportamiento evolutivo, expone las malas ideas —lo que él llama «ideas infecciosas»— que están acabando con el sentido común y el debate racional. Estas ideas, incubadas en las universidades y propagadas por la tiranía de la corrección política, están poniendo en riesgo nuestras libertades más básicas, entre ellas la libertad de expresión y de pensamiento.

El peligro es grave, pero, como demuestra Saad, el dogma de lo políticamente correcto está plagado de falacias lógicas. Contamos con armas poderosas para combatirlo, si encontramos la valentía para usarlas.

La mente parasitaria es un libro provocador, que nos urge a defender la razón y la libertad intelectual, y un grito de guerra por la preservación de nuestros derechos fundamentales. Porque, en ello, nos va nuestra libertad.

Cómpralo y empieza a leer